全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★他造就了包括全球首富巴菲特在内的一大批亿万富翁

★他的威望让华尔街上所有重要投资者都称是他的信徒

听教父讲课，做股市赢家

他是价值投资和证券分析的首倡者，
人称华尔街教父

严行方◎编著



HUAERJIE JIAOFU
GELEIEMU
TOUZI ZHIHUI QUANJI

华尔街教父
格雷厄姆投资智慧全集



金城出版社
GOLD WALL PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街教父

格雷厄姆投资智慧全集

严行方◎编著



GELEIEMU
TOUZI ZHIHUI QUANJI


金城出版社
GOLD WALL PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集 / 严行方编著. –北京：金城出版社，2008.8

ISBN 978-7-80251-095-1

Ⅰ.华… Ⅱ.严… Ⅲ. 投资－经验－美国 Ⅳ. F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 117474 号

华尔街教父格雷厄姆投资智慧全集

作　者	严行方
责任编辑	苏　雷
开　本	710×1000 毫米　1/16
印　张	18
字　数	200 千字
版　次	2008 年 9 月第 1 版　2008 年 9 月第 1 次印刷
印　刷	三河市鑫利来印装有限公司
书　号	ISBN 978-7-80251-095-1
定　价	32.80 元

出版发行	金城出版社 北京市朝阳区和平街 11 区 37 号楼　邮编：100013
发 行 部	(010)84254364
编 辑 部	(010)64210080
总 编 室	(010)64228516
网　址	http://www.jccb.com.cn
电子邮箱	jinchengchuban@163.com
法律顾问	陈鹰律师事务所（010)64970501

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听教父讲课，做股市赢家

代　序

20世纪末，美国证券界掀起一股回归本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham，1894—1976）价值投资理念热潮，从而对这位“华尔街教父”的价值投资、证券分析理论又有了新认识。

这股热潮为什么会在这时候掀起，目前依旧热浪滚滚呢？主要原因是：

一方面，1993年沃伦·巴菲特第一次登上全球首富宝座，此后的每年他都名列第二，直到2008年重新登上首富宝座。巴菲特是全球顶级富豪中唯一靠证券投资取得成功的，而他读哥伦比亚大学商业经济学院时的研究生导师就是格雷厄姆。巴菲特口口声声说自己的投资成功得益于恩师格雷厄姆的教诲，这就很自然地引导人们重新认识格雷厄姆的投资理念。因为巴菲特取得的巨大成功，正可以默默表明格雷厄姆的价值投资和证券分析理念是令人信服的。

另一方面，这时候股票市场上的各种新兴金融工具不断增多，投资者面对越来越快的金融创新步伐，感到越来越难以把握、感到投资风险越来越大。尤其是当他们看到以诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·默顿为代表的金融天才们操盘的、依据各种投资理论建立起来的投资模型纷纷遭遇重创时，本能地希望能找到一种建立在理性基础上的稳健投资策略。这样，他们的目光便自然而然地聚焦到格雷厄姆的价值投资理念上来了。

所以，最近10年来全球有越来越多的投资者尤其是股市散户，纷纷加入到对格雷厄姆投资理论的重新认识中来并受益匪浅，是理所当然的。

格雷厄姆提出了价值投资和证券分析方法，希望投资者懂得如何透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过现象看本质——抓住股票投资最本质、最具内涵、最真实的东西，即内在价值。他认为，任何有关上市公司的现成数据，如果不通过投资者的分析和整理，所起的作用就很有限。

格雷厄姆的突出贡献在于，别人把投资活动当做商业推销，不是过分乐观就是过分悲观；而他则教投资者怎样分析和判断这种推销术真伪，起到的是一种相当于消费者协会对消费者的消费警示作用。

在美国华尔街上，他的明星弟子有沃伦·巴菲特、威廉·拉恩、沃尔特·舒勒斯、欧文·卡恩、马里奥·加贝利、查尔斯·布兰特、查尔斯·芒格等一大批，其他一些重要投资者也纷纷自称是他的信徒。尤其是沃伦·巴菲特、欧文·卡恩，干脆用格雷厄姆的名字为儿子起名。

格雷厄姆的文才非常好，出版过《证券分析》《聪明的投资者》《储备与稳定》《论价值投资》《华尔街教父回忆录》等一系列著作，这使得我们今天有机会得以系统地总结他的投资理念。

事实上，他的才华是多方面的，给人以无所不能的感觉——要知道，当年他在哥伦比亚大学还没毕业时，就已经接到该校文学系、哲学系、数学系三位系主任同时发出的邀请，希望他能留校执教！

格雷厄姆享有“华尔街教父”“证券分析之父”美誉。本书详细阐述、深度挖掘、精辟归纳了他的投资理念精髓，观点原汁原味，结构干净利落，看得懂、记得牢、用得上，是一部系统介绍他投资理念的著作。

尹行方

2008年8月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

格雷厄姆投资智慧一

价值投资：坚持做股票投资者而不是投机者

格雷厄姆认为："投资是根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。"根据这一定义，股票投资无疑应当追求在有较大把握的基础上达到你的获利要求。为此，必须对投资对象作详细分析，倡导价值投资。

★买卖股票主要依据内在价值 / 2
★股票价值完全取决于未来收益 / 5
★投资盈利一定要有坚实基础 / 8
★着重考察内在价值的稳定性 / 11
★力求本金安全和满意回报 / 14
★特别警惕业绩波动大的公司 / 17
★市盈率 16 倍是投资投机界限 / 20

格雷厄姆投资智慧二

价格评估：用全盘买下的方法衡量是否值得

格雷厄姆认为："当公众购买或出售其在一家企业中拥有的股份之前，至少应该看一眼这些股份的账面价值。"当然，这不仅仅是看看每股收益有多少这么简单。要善于用全盘买下的方法考察是否合算，特别关注折旧和有争议的项目是否处理到位。

★假如你全部买下这家公司 / 24
★股票内在价值的评估规则 / 27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★计算账面价值有时是必需的 / 30
★仅仅考察每股收益是不够的 / 33
★关注折旧项目与收益的关系 / 36
★关注有争议项目的会计处理 / 39

格雷厄姆投资智慧三

挖掘宝藏：用现有资产净值来衡量市场价格

格雷厄姆认为："分析所关心的应该是有事实支撑的价值，而不是主要以预测为基础的价值。"这种有事实支撑的价值，毫无疑问是指该公司的资产净值，以及其背后不为人知的隐蔽性资产。投资者要懂些会计原理，这样才能更好地评估其市场价值。

★要懂些简单会计核算原理 / 44
★投资潜力股更容易成赢家 / 47
★善于发现某公司账外价值 / 50
★寻找即将被兼并的上市公司 / 53
★面临清算时的股价诱惑力大 / 56
★附权证券比普通股投资价值大 / 59
★投资廉价股比高价股回报高 / 62

格雷厄姆投资智慧四

买进公式：内在价值=E（2R+8.5）×4.4/Y

这是格雷厄姆发明的判断股票内在价值高低的简单公式。其中E表示每股收益，R表示预期收益增长率，Y表示AAA级公司债券的当前收益率，8.5是他认为一家业绩稳定增长的公司比较合适的市盈率。具体使用该公式时，8.5倍的市盈率可适当提高。

★格雷厄姆的十大选股标准 / 66
★成长型股票的价值计算公式 / 69
★清算价格更接近于内在价值 / 72
★要具备良好的套利获利能力 / 75
★防御型投资者证券投资策略 / 78

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★进攻型投资者证券投资策略 / 81

格雷厄姆投资智慧五

谨慎预测：不轻易相信公司发布的财务年报

格雷厄姆认为："对以往的记录所进行的费尽心机的研究的唯一实际价值在于，这种研究或许能够给未来的发展提供某种线索。"他说，股票投资及财务年报都是"别人设计好的游戏"；显而易见，要想在别人设计好的游戏中取胜，有多么不容易。

★股票投资是别人设计好的游戏 / 86
★要想预测股市常常会出人意料 / 89
★投资预测一定要有可靠依据 / 92
★从财务年报附注中发现问题 / 95
★掺水数据容易导致投机性操作 / 98
★债券投资主要预测其安全性 / 101
★千万不要盲目听信股评家建议 / 104

格雷厄姆投资智慧六

不钻牛角：评估价值允许有20%的误差范围

格雷厄姆认为："你不可能准确地知道一种简单的价值，要给自己一个20%的误差范围，然后说，'合理的价值就在这个范围里'。"他说，既然你不能完全精确地计算出某种股票的内在价值，那就不要去钻牛角尖，着重点放在判断股价过高或过低就行了。

★公式型投资者往往容易失败 / 108
★股价变动实在令人捉摸不透 / 111
★主要是判断股价过高或过低 / 114
★过去的股价变动并不代表将来 / 117
★对盈利能力的考察必不可少 / 120
★盈利能力与内在价值是两码事 / 123

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧七

模糊正确：宁要模糊正确也不要精确的错误

格雷厄姆认为："投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中牟取利润；投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。"有了这样的基本判断，哪怕只是模糊的正确也能取得投资成功：选择一家足够优秀的公司，以合适的价位买入并持有。

★每当牛市开始就考虑告别股市 / 128
★考察公司管理层是否足够优秀 / 131
★买入并持有股票的价格要适当 / 134
★对比分析更容易发现投资价值 / 137
★通过纳税额反向核实公司收益 / 140
★官司诉讼中可能会有投资机会 / 143
★价值被低估的股票更容易获利 / 146

格雷厄姆投资智慧八

分散投资：买入股票种类多有助于降低风险

格雷厄姆认为："个体投资者至少应该有30种不同证券，如果需要，甚至可以零星地购买——最便宜的办法是利用公司配股的时机。"他说，分散投资的基本规则是把总投资的25%~75%投于股票，其余的部分投资债券，视股市行情好坏灵活调整比例。

★分散投资有助于降低投资风险 / 150
★股票投资最好不要与人合伙 / 153
★一般情况下不要购买成长股 / 156
★购买附权证券可考虑投机收益 / 159
★廉价股更适合投资而不是投机 / 162
★防御型投资者的组合投资策略 / 165

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧九

风险意识：不在股市达到顶点时买入好股票

格雷厄姆认为："如果买进不好的股票尤其是那些由多种原因造成下跌的股票，错误就严重了。有时——事实上是经常地——他们犯错是因为在牛市达到顶点时买进了好股票。"此外，还要对一般认为投资风险较小的成长股、债券等品种抱有戒心。

★提高股票价格安全性标准 / 170
★谨慎对待刚上市的新股 / 173
★私下交易股票风险重重 / 176
★了解公司为什么更正数据 / 179
★对成长股要坚持理性投机 / 182
★成长股也可能跑不赢大盘 / 185
★债券风险不一定比股票小 / 188

格雷厄姆投资智慧十

简易判断：能够长期支付股利才算是好股票

格雷厄姆认为："对股东最有利的办法是根据公司的收入和证券的实际价值支付公平合理的股利。"他的研究表明，如果某股票能长期支付股利（20 年以上），就表明该股票的实力很强大，投资这样的股票风险很小。偶尔增值的股票是很少分配股利的。

★股市走势图分析不是一门科学 / 192
★分析具体股票时要考虑的因素 / 195
★可以通过折旧推算盈利水平 / 198
★股利支付能反映真实投资价值 / 201
★股利稳定有助于推动股价上涨 / 204
★可转换证券的投资效果较差 / 207

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧十一

自我保护：懂得怎样联合起来捍卫股东权益

格雷厄姆认为："作为一个粗浅的常识，投资者应该在主要股指的每股收益低于优质债券时离开股票市场。"他说，阅读财务年报有助于投资者判断该公司的内在价值。在此基础上，要根据自身及股票的不同类型确定什么时候进场、什么时候离场。

★读报表有助于捍卫自身利益 / 212
★对付虚假年报有特别方法 / 215
★股票成熟与否投资策略迥异 / 218
★消除顾虑，化不利因素为有利 / 221
★债券投资有四项基本原则 / 224
★防御型投资者的选股原则 / 227

格雷厄姆投资智慧十二

要有耐心：对短期出现的投资损失要有准备

格雷厄姆认为："每个投资者都应该对可能不妙的短期效果做好资金和心理准备。例如，1973—1974 年投资者在证券投资中受到了损失，但是如果他相信这一点，坚持下去，就会在 1975—1976 年东山再起，并且能在 5 年中得到 15%的年平均回报率。"

★投资者拖得起，投机者拖不起 / 232
★低价股上涨容易下跌难 / 235
★绩优股价格下跌不可怕 / 238
★股价下跌并不一定造成损失 / 241
★报表合并不彻底会有隐患 / 244
★过去的历史未必会重演 / 247

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧十三

独立思考：投资一定要正确思考、独立思考

格雷厄姆认为："在华尔街成功有两个条件：第一，正确思考；第二，独立思考。"他说，股市运行有没有规律他不知道，但至今没人能掌握这种规律，他是知道的。投资者要想保证本金安全并实现最大盈利，就不能随波逐流，永远不能停止独立思考。

★股市发展是不可预测的 / 252
★请市场先生好好为我服务 / 255
★得到投资建议的主要途径 / 258
★刚入股市时需要贵人相助 / 261
★投机性资本结构有机可乘 / 264
★冷门股中的投资机会更多 / 267

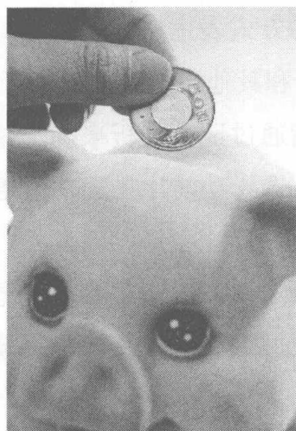
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧一

价值投资：

坚持做股票投资者而不是投机者

格雷厄姆认为："投资是根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。"根据这一定义，股票投资无疑应当追求在有较大把握的基础上达到你的获利要求。为此，必须对投资对象作详细分析，倡导价值投资。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买卖股票主要依据内在价值

一般来说，它（内在价值）是指一种有事实——比如资产、收益、股利、明确的前景——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。不过，如果认为内在价值可以像市场价格那样确定就大错特错了。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资股票要倡导价值投资，坚持做投资者而不是投机者。为此，要通过评估某只股票的内在价值高低，来判断是否值得买入这只股票，而这正是证券分析要起的作用。

他认为，证券分析主要有三大功能：描述功能、选择功能、评判功能。

所谓描述功能，是指通过对这只股票相关重要事实进行描述、分析，用那种非常简单、明了的方式表达出来。最常见的形式有各种手册、资料等；如果能将某只股票和其他股票对比、分析，效果就更理想了。

所谓选择功能，是指通过证券分析来确定是否值得购买、出售、持有某种股票。毫无疑问，选择功能比描述功能更重要，因为它能直接给投资者提供决策依据。

所谓评判功能，是指建立在描述功能基础之上，供投资者评判、选择投资作为决策依据，反过来又能衡量投资决策是否正确、有多大投资风险、有多大获利回报。

格雷厄姆认为，股票价值分析虽然有可靠数据，却不一定要计算出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体数值来才能作为决策依据。因为要计算出具体数值来不但是困难的，而且基本上做不到。虽然内在价值是一种客观存在，可是由于每个人的计算方式不同、依据不同，所得到的结果也不会相同。但是，所有这些都不否定内在价值的客观存在，也丝毫不影响分析、评判它的存在价值。

他举例说，1933年美国城际高速运输公司同时发行了两种不同债券，价格都是62美元。一种是第一替续债券，利率5%；另一种是抵押债券，利率7%。如果仅仅从利率高低看，7%毫无疑问要高于5%，这样就容易得出抵押债券投资优于第一替续债券的结论。

可是进一步分析发现，由于抵押债券需要抵押，债券到期后既可以全额兑付也可以出售抵押品获利，而抵押债券的持有者拥有抵押品的年利率（数额相当于每张债券87美元），从而使得两者的实际投资效益相差不大。

格雷厄姆认为，股票内在价值的概念非常灵活，这种灵活性在不同情况下会表现出不同的明确性，而这种明确程度只能用一个"近似范围"来反映。当股票市场发展不明朗时，这个"近似范围"会相应扩大，以至于变得很宽泛。

就城际高速运输公司而言，这里的"近似范围"就可以用5%债券的市场价格来确定7%债券的价值——如果抵押债券的持有人肯定能得到抵押品，那么100美元7%的债券会相当于173.6美元5%的债券。

当然，实际过程中由于会出现套利、对冲等技术性行为，这种定价关系不一定完全能得到实现，当然就更不能表明7%的债券一定会比5%的债券更有投资价值了。

另外一个很好的例子是，格雷厄姆通过对杜邦公司和通用汽车公司两者之间密切的所有权关系，评判公司内在价值从而获得投资盈利的故事。

20世纪20年代初，美国杜邦公司主席皮埃尔·杜邦利用公司剩余现金购买了大量通用汽车公司的股票，结果他本人于1920年成为通用



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



汽车公司主席，控制了好几个行业，其中主要是军火和加工工业。

令人奇怪的是，格雷厄姆发现，这时候杜邦公司上市流通的股票价值，却低于它所拥有的通用汽车公司的股票价值。

他说，这实际上就表明，股市高估了通用汽车公司的股票价值；或者说，股市还没有认识到杜邦公司的自身价值。

于是，格雷厄姆大量买进杜邦公司股票，同时大量卖出通用汽车公司股票。结果正如他设想的那样，市场很快就作出了反应：杜邦公司的股票价格开始上涨，这时候格雷厄姆立刻卖出杜邦公司股票获利了结，同时停止对通用汽车公司股票的空头交易。这种投资方式既没有风险，又能从空头交易中获利。

可以说，类似于这种从发现矛盾中找到投资机会的方式，是格雷厄姆惯用的伎俩。因为他相信，股市最终会发现并纠正自己的错误！

格雷厄姆坚持认为，通过对股票内在价值的分析，不但能得出有助于股票投资的决策依据，而且还有其他广泛用途。不过应当承认，内在价值的精确数据确实非常难以把握。

格雷厄姆说，过去曾经有人认为内在价值类似于账面价值，甚至可以用公司净资产值来表示。他认为，这种观点虽然能通过对财务年报的相关数据运算得到明确结果，可却是不恰当的，也是毫无实际意义的。因为无论股票的平均收益还是市场价格，都不是它的账面价值能决定得了的。

格雷厄姆投资智慧结晶

股票内在价值客观存在，也可以通过某种方法评估得到，但是其精确数值却无法计算出来。不过这没关系，因为这种定性分析本身就非常有助于股票买卖决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票价值完全取决于未来收益

根据以往记录和有形事实作出投资决策的战前模式，逐渐变得疏漏百出而被人们所抛弃。有什么东西可以替代这种模式呢？一个新的概念被扶上了正位——收益变化趋势。从这个意义上说，以往记录的重要性仅仅在于，它指示了未来发展可能依循的方向。持续增长的利润指标，表明公司正处于勃兴的通道之中，它保证了公司可以在未来取得比今天更为骄人的业绩。与此相反，如果收益呈现出递减的态势，那么有关公司肯定会被认为是没有前途的，应该对它所发行的证券退避三舍。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，从1929年美国股市中登峰造极的大牛市后期开始，对股票投资的评判标准就已经发生了彻底改变。简单地说就是，股票的价值完全取决于它未来而不是过去的收益变化。

究其原因在于：首先，股利率与股票价值两者之间的相关度已经很小。其次，资产和盈利能力之间显然没有联系。

投资者纷纷认为，并不是某个公司资产越多盈利能力就越大，因此，资产价值大小已经毫无意义。事实上，许多上市公司在遭到清算时，流动资产会被大大贬值，固定资产则几乎变得一文不值。最后，上市公司过去的收益记录也仅仅预示着未来收益状况可能会出现怎样的变化。

为什么会出现这样的改变呢？为什么会把股票价值的判断完全集中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在上市公司未来的收益上来呢？原因主要有两点：一是事实证明，过去的收益并不代表将来一定能取得收益；二是只有未来收益才能够给投资者以吸引力，让投资者心动。

他说，投资者如果能看一看 1924 年埃德加·劳伦斯·史密斯撰写的《作为长期投资的普通股》一书中的数据，就能轻而易举得出这一结论。原来，上市公司未来收益的增加，尤其是其中高于股利支付的部分用于再投资后，会进一步提高股票的内在价值。这就是它的秘密所在。

例如，如果上市公司的年平均收益率为 9%，而它的股利支付率为 6%，那么差额 3%就会被转入盈余公积，最终投入公司经营周转。

只要该公司的管理有效，并且运气也不算太差，那么股票内在价值就会随着账面价值的不断增长而增长。

以下数据则能进一步说明这个问题。

三家公司的每股收益　　单位：美元

年 份	电力和照明公司	班戈和阿鲁斯土克铁路公司	芝加哥黄色出租车公司
1925	1.01	6.22	5.52
1926	1.45	8.69	5.60
1927	2.09	8.41	4.54
1928	2.37	6.94	4.58
1929	2.98	8.30	4.47
上述 5 年平均	1.98	7.71	4.94
1929 年最高价	86.63	90.38	35.00

不难看出，1929 年芝加哥黄色出租车公司的每股收益为 4.47 美元，比当年电力和照明公司的 2.98 美元高出 50%；而从 5 年平均数看，前者 4.94 美元则比后者 1.98 美元要高出 149%。可是，再从 1929 年的股价最高点看，前者 35 美元却只有 86.63 美元的约 40%。

这说明什么呢？一方面，这说明电力和照明公司的股票价值比芝加哥黄色出租车公司要高得多；另一方面，表明过去的收益尤其是平均收益不再是正常盈利能力的一个评判标准。也就是说，过去并不意味着将来，如果用它来判断股票投资的安全性是很不可靠的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，投资者如果这时候要购买这样的股票，价格因素是必须考虑的。总的来说，应当限定在投资性而不是投机性区域内。

例如，如果一只股票的年收益为 10 美元，它的股价为 100 美元，这时候还可以称为投资性区域的话，那么，当它的股价高达 200 美元时，就很可能已经进入投机性区域了。

一般来说，当股票的市盈率高达 20~40 倍时，就差不多进入了投机性区域。为什么这样说呢？原来，股票之所以值得长期投资，就是因为它的根本优势在于相对于成本的收益率高于债券的利息率。如果股票价格相对于每股收益高出许多，这种优势就可能不复存在了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股票价值完全取决于公司未来收益变化。尤其是收益变化趋势，比平均收益率指标更可靠。当然，当它的股价过高时就要警惕投资风险了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资盈利一定要有坚实基础

投资普通股更有力的支持是根据长期的投资经验，而不是仅仅根据更高收益和税收节约的渴望。过去 80 年或可能更长的历史表明，长线持有多种有代表性的普通股，会带来比债券更高的利润，周期性牛市后期购买的除外。在各种不同的时间周期，也会有巨大的损失，但最后总是证明耐心的持有者是正确的。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆对证券投资和投机有过深入研究和精辟论述。上述观点看起来有些费解，但这是他建立在亲身体验基础之上的。

格雷厄姆的投资手册中有一本是《投资者诫》。他在多年以后说，这样一个“自满而狂妄”的题目是他这样一位“草率的分析者”20 多岁时偶然想出来的。

这句让许多同行和客户感到惊讶和不解的话，就出现在这本手册中。它的真实含义是：如果一家上市公司的经营状况非常好，投资这家公司没有任何风险，那么这种投资一定会为投资者带来非常好的未来收益。请记住，股票投资要想盈利，有一个坚实的基础比基础不稳要容易得多。

相反，一个投机项目就不可能是一个好的投资项目。因为投机的基础是小道消息，而小道消息是无法得到证实的，否则也就不是小道消息了。根据没有事实依据的小道消息作出投资决策，风险一定很高。

正是始终坚持这条原则，让格雷厄姆声誉鹊起。

1920 年，格雷厄姆在他的助手列奥·斯特恩帮助下，全权负责证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司上市证券的个人投资问题。这项工作在当时并不怎么需要费时间，因为当时的上市公司数量不多，行业也比较集中，主要是铁路和工业类股票。况且，大多数投资者喜欢长期而可靠的投资，股票交易并不活跃。在这种情况下，他把许多精力用在挖掘潜力股上，帮助投资者打好基础。

例如有一次，格雷厄姆所在的公司有一位高级合伙人为客户买入了联合纺织集团公司的大量普通股。联合纺织集团股票在当时很受欢迎，可是格雷厄姆研究发现，该公司发行的另一种可兑换债券，利息为7%，比这种股票的风险小得多、获利机会却要大得多。可是这位合伙人根本不听他的劝告，并且还说他的客户就是喜欢购买流动性强的股票，又怎么的？

格雷厄姆有些自讨没趣。可是很快，联合纺织集团的股票价格就从每股70美元下跌到20美元，而它的债券却因为被重新注入资金而以高出面值的溢价收回了。

为了让更多投资者获得盈利机会，格雷厄姆和助手经常发行一种内部刊物，对某种证券进行详细分析，给投资者提供决策建议。

1921年5月，他们在刊物上发表一份《给胜利债券持有者的备忘录》，建议投资者抛售1923年到期、利率为4.25%的美国胜利公债，当时的价格为97.75美元；然后买入1938年到期、价格为87.50美元的第四战时公债。

究其原因在于，格雷厄姆预测今后的贷款利率将会下降，而长期债券价格上涨的机会更多。在这种情况下，几乎所有的长期投资品种都要比短期投资品种获利回报率高。

格雷厄姆分析说，虽然当时这两种公债的直接收入回报率都是4.86%，可是由于胜利公债即将到期，投资者不可能以过高的溢价把它脱手，所以它的增值部分最多只有2个百分点。可是战时公债是以折扣价格出售的，折价率超过12.5%。这表明在将来的几年中，战时公债的价格很有可能出现大幅度上扬。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者如果按照格雷厄姆的建议进行这种债券品种转换，就相当于票面价值 400 美元的胜利债券，可以换成票面价值 450 美元的战时公债，这时候它们的成本和收入回报率完全一样。

格雷厄姆举一个最简单的例子说，如果到 1923 年，这两种债券的价格都回到面值的话，那么这时候的战时公债价格涨幅会有 12 个百分点，而胜利债券的价格涨幅最多只有 2 个百分点。

换句话说，他们如果把胜利债券换成战时债券，所得到的收益将会从 400 美元上升到 450 美元。

即使达不到这样的理想情形，投资者也容易看出，战时债券只要在今后的两年中价格上扬 2 个百分点，获利收益就能超过胜利债券，而要实现这一点是轻而易举的。

更不用说，购买战时公债除了能免除正常税以外，还能在一定限额内免除附加税；而购买胜利债券，只能免除正常税，不能免除附加税。

当这篇文章被多家报纸转载后，纽约证券交易所立刻进行查处。因为根据当时不成文的规定，从事证券交易的人是不能鼓励客户把投资从政府公债转移到其他股票上去的。幸好，格雷厄姆推荐的这两种债券都是政府公债，抛售一种换购另一种，并不能表明投资者“不爱国”。

毫无疑问，这一投资策略让许多言听计从的投资者获益匪浅。

格雷厄姆通过这种设身处地为投资者着想的措施，吸引着前来开设股票账户的客户不断增加。而他可以得到的收入是，将从这些客户账户投资净利润中收取 25%的费用。

格雷厄姆投资智慧结晶

投资股票是要动脑子的。只有建立在可靠分析和预测的基础上，才能降低风险、扩大获利。如果你根本不知道为什么要买这只股票，那你就不能买入该股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着重考察内在价值的稳定性

分析家的工作必须基于数字、基于经得起考验的检验和标准。单有数字是不够的，质的因素方面的考虑可能将根据数字方面的考虑和得出的结论完全推翻。某一种证券的统计数字可以非常“好看”，但如果其未来发展疑虑重重，公司管理层可信度低，仍然应该拒绝对其投资。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，分析公司股票的内在价值，最应该重视的因素是其内在稳定性。尤其要注意的是，这种稳定性应当表现在其内在质量的稳定性，而不是财务报告数据的稳定性，虽然前者可以通过后者反映出来。

他说：“我们的观点是稳定性实际上应该是一种质的因素，因为决定稳定性的根源是企业的业务性质而不是其统计数据。一份比较稳定的记录可以显示该企业的业务具有内在的稳定性，但这个结论也会由于其他条件而发生变化。”

他举例说，1932 年发行的美国第一国民商店的优先股，属于一种杂货行业，在此以前的 8 年中，收益连续高于优先股股利支出，优先股股利的支出倍数是：1922 年 4.0 倍、1923 年 5.1 倍、1924 年 4.9 倍、1925 年 5.7 倍、1926 年 4.6 倍、1927 年 4.4 倍、1928 年 8.4 倍、1929 年 13.4 倍。

与此相比，1932 年美国斯塔贝克公司同样也发行了优先股，不过



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这属于一家汽车行业，在此以前的8年中，收益同样高于优先股股利支出，其优先股股利的支出倍数是：1922年27.3倍、1923年30.5倍、1924年23.4倍、1925年29.7倍、1926年24.8倍、1927年23.0倍、1928年27.3倍、1929年23.3倍。

对比这两只股票，应该说从业绩方面来看具有某种相似性。但格雷厄姆指出，投资者分析这些数据时，一定要考察这两种不同业务的内在品质如何，而不是仅仅停留在具体数据上。

例如，对于前者连锁店行业来说，这种行业本身就具有经营相对稳定的特点，如市场需求比较固定、存货周转率较快、地理位置多样性，只要公司不盲目扩张，就不太可能有剧烈波动。

相反，对于后者这样的汽车行业来说，就截然不同。虽然汽车行业也具有一定稳定性，可是由于消费者对汽车消费时尚潮流的变化，每个企业随时都会面临着业务较大变动的可能。

格雷厄姆的意思很明白：在上述两家企业差不多稳定的财务数据中，如果从业务本质看，其实处于汽车行业中的那家斯塔贝克公司是“很不稳定”的——说不定哪一年收益就会发生较大变动；相比而言，前者则很可能会继续保持相对稳定。

从这个角度看，虽然斯塔贝克公司的收益数据更令人心动，但投资者应当优先考虑投资第一国民商店的股票。

格雷厄姆说，投资者在考察公司内在价值时，比较重视业务性质和发展前景当然是对的，也是非常重要的，可同时却是很难考察的。

就企业业务性质看，大多数投资者都会从企业财务报告中看出这家公司是不是一家“成功”企业，并据此判断企业发展前景。当然，也有一部分投资者不是看财务报告，而是基于对该行业特定条件的认识，或者干脆就是猜测、偏见。

例如，在1923—1929年经济繁荣时期的大部分时间内，有不少主要产业都发生了倒退，如雪茄、煤炭、棉纺织、化肥、皮革、伐木、肉类包装、纸张、船舶、城市铁路交通、制糖、羊毛业等。究其原因在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于，不是因为竞争性产品发展过剩，就是贸易受挫。

而与此同时，另外一些产业则发展迅猛，如罐头食品生产、连锁店、烟草、动画片、公共设施等。究其原因在于，不是需求大幅度增加(如香烟、动画片)，就是没有遇到强大的竞争对手（如公共设施、罐头食品生产)，或者能从竞争对手那里不断抢占到市场份额（如连锁店)。

就企业发展前景看，投资者通常认为，股票投资要瞄准那些发展迅猛的行业，而不是萧条行业。格雷厄姆说，事实证明这种看法往往大错特错。

他认为，无论是整个经济形势还是个别行业发展都是如此：极端有利或极端不利的情况都不会太持久。也就是说，如果投资者追捧发展迅猛的行业，这样的好景往往不长；相反，如果投资经济倒退的行业，这样的坏景往往也不会太长，很快就会有修正力量出现，从而使得利润消失的行业重现生机，也会使得收益过高的行业的利润，重新回到与资本相匹配的水平上来。

而对于后一点，是投资者特别要重视的。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资股票当然要选择经营业绩稳定的公司，但这种经营业绩稳定不是看财务数据，而是要通过财务数据的稳定性进一步甄别其内在价值稳定性。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力求本金安全和满意回报

投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，要认定投资和投机的区别，关键在于投资的安全程度和满意回报率是否有保障。如果有，这就是投资；如果没有，就是投机。

这样的定义，与传统的投资和投机定义有根本不同。虽然在这其中有些概念并不十分明确，可是其含义已经足够清楚，足可以防止产生任何严重误解。

应该说，虽然几乎所有人对什么是投资、什么是投机心知肚明，可是要准确加以论述却不是一件简单的事。况且，每个人的看法见仁见智。而对投资和投机区别的阐述，是格雷厄姆的杰出贡献之一。

投资和投机两者是纠缠在一起的。有人甚至说，投资就是一次成功的投机，投机就是一次不成功的投资。这种近乎绕口令的说法确实有些道理，却摆不上台面。因为与投资和投机一样，每个人对成功与不成功的判断也是不同的。

格雷厄姆说，有人想当然地认为，购买国债是投资，因为它几乎“没有风险”。事实并非如此。

他说，如果你大量买入国债，寄希望于它的价格能够大幅度上涨，这本身就是一种典型意义的投机。更不用说，还有那些安全性非常低下的债券，它们不仅是彻头彻尾的并且还是根本没有吸引力的投机工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相反，购买一只安全性很高、获利可能性很大的股票，就应该看做是一种投资行为。甚至在某些背景下，购买风险最大的股票同样也能（至少人们普遍这样认为）看做是一种投资行为。

例如，美国无线电公司在1933年时既没有利润，也没有股利分红，更没有有形资产支撑，可是在1928年、1929年股市狂热的时候，却被投资者普遍而广泛地认为是一种投资对象，美国主要的信托投资公司都把它作为投资组合的一部分。

格雷厄姆说，有人想当然地认为，投机是短期行为，投资是长期行为，这种观点也不值得一驳。对于有些权威人士把1年作为长短期的划分标准，他更是感到可笑。

他说，如果你买入了一只价值被严重低估的股票，在短短的一个月后股价就上涨了2倍，这时候你就应该卖出该股票，因为这时候它的价值已经被严重高估了，这才是一种正确的投资观。这时虽然拥有这只股票的时间很短，却不是投机，而是投资。相反，如果明知价值被严重高估，你还寄希望于它的股价一涨再涨，这才是投机呢！

更何况，如果短线持有股票就是投机，那怎么还会有“短期投资”一说呢？与此相应的“长线投机”的情形也是存在的。

例如，投资者的股票如果被套牢，被迫长期持有，就属于这种情形。当然，有时候也有投资者故意这么做，无论自己拥有的股票多么垃圾，都不愿意脱手。举个极端例子来说，如果投资者在1929年道·琼斯工业指数最高点时买入股票，一直捂住不动，要到20世纪50年代才能解套，这20多年的长期持股，难道能算投资吗？

应该说，格雷厄姆对投资和投机的定义，比任何同类定义更精确。

首先，他在这里提的是“投资操作”，而没有提到“证券”或“购买”。因为他认为，无论是股票还是债券，单从名称上是不能用来衡量投资和投机的。也就是说，并不是说购买债券就是投资、购买股票就是投机，这一点前面已经论述过了。

其次，无论股票还是债券，区别投资和投机的一项重要因素是价



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



位。例如对于同一只股票来说，在这个价位买入或卖出是投资，在另一个价位买入或卖出就是投机了。他说，对于一只优秀股票来说，如果它的股价从25美元一路攀升到200美元，只要这个价位仍然是“安全”的，就不能说这种捂股不动是投机而不是投资。

道理很简单，因为买卖价位直接关系到投资者的“本金安全”和“满意回报”能否实现。例如，1932年购买美国国债是一种投资，虽然当时的年收益率只有0.25%，可投资者都认可这样的低回报率，所以这样的回报率已经能够让投资者感到“满意”了。相反，1932年12月的美国战时公债价格高达103.75美元，这样的价位就只能算是投机价格而不是投资价格，因为如果美国政府在1933年初行使赎回权的话，投资者将一无所获，不但没有获利回报，而且还会损失掉一部分本金。

最后，几乎所有人都把安全性作为投资和投机的最大区别，但这种“安全性”从来就不是绝对的。

例如，一般人认为股票投资风险大，可是对于一只业绩优秀、安全性有相对保障的股票来说，如果它在大多数情况下物有所值，只有发生意外时才会造成投资亏损，这样它就是安全的。投资债券也是如此。

除此以外，格雷厄姆还把一些套利和对冲操作划入投资范畴。他认为，投资者在买入某些证券的同时卖出另一证券，通过这样的买入卖出操作，投资安全性有了更多保障，实际上这是常规意义上的投资的延伸，当然应该作为投资来看待了。

格雷厄姆投资智慧结晶

判断投资还是投机，不能简单地从投资品种、拥有时间长短、投资目的等加以判断，而要看投资回报率是否有切实保障。而这是建立在价值分析基础之上的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特别警惕业绩波动大的公司

赤字是一个定性而不是定量因素。当一家公司在某一年报告出现了赤字时，通常会计算每股赤字额，或把它和利息支付额联系在一起。例如，统计手册将说明，美国钢铁公司在1932年的收益是其所发行债券利息的“-12.40倍”，每单位普通股的赤字为11.08美元。应该认识到，仅就这种数字本身而言，没有任何定量上的意义；而且根据它们的数值计算出来的平均值常常存在严重问题。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，对于上市公司来说，每年都有相应的经营业绩是理所当然的；而且，这种经营业绩应当是稳定的、不断增长的。当遇到经营业绩每年发生剧烈波动时，要特别加以警惕。

尤其是当出现赤字时，就更要避免认识上的误区：赤字是一种定性因素而不是定量因素——既然出现了赤字，就表明该公司的经营状况“不及格”；而不是去斤斤计较它的具体赤字数额是大是小，“五十步笑百步”。

他举例说，美国股市中有一家专营办公桌、厨房设备的布鲁斯威克公司。该公司1845年开业，1907年合并，1924年公开发行股票，是行业“领头羊”。不过，虽然它处于行业主导地位，其经营业绩波动却一直相当大，一度还出现巨额亏损。

1936—1955年间，该公司的盈利水平一直在不停地上下波动，收益最高点出现在1950年，每股高达5.08美元；最低点出现在1953年，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每股只有 0.32 美元。1953 年的股价最低时只有 13 美元，大大低于其内在价值；而在此之前的一个阶段，它的经营业绩和股价波动的剧烈程度是令人惊讶的，具体见下表。

1920—1929 年股票收益和股价波动情况

年份	销售额	普通股净值	每股收益	普通股价格
1920		227.4 万美元	4.64 美元	
1921	2440 万美元	-261.9 万美元	亏损	
1924	2580 万美元	223.1 万美元	4.46 美元	48~50 美元
1925	2340 万美元	-103.8 万美元	亏损	最低 24 美元
1928	2930 万美元	293.0 万美元	5.85 美元	最高 62 美元
1929	2940 万美元	-327.8 万美元	亏损	最低 10 美元

容易看出，该公司的经营业绩波动很大，而且上一年有巨额盈利，下一年马上就出现巨额亏损。在这种情况下，无论投资者还是投机者，都很难从中获得很高的投资回报，更谈不上很稳定了。

后来，该公司实行多元化经营，进入学校办公设备生产领域。1956 年，该公司创办了一家生产自动私人侦探设备的合伙企业，盈利率高达 50%；1958 年完全取得该公司所有权。另外，它在生产旧式、新式厨房设备过程中不断扩大市场份额，经营利润不断增长。

与此同时，该公司从 1957 年开始不断分拆股份，在短短 4 年中，原来的 1 股分拆成 16 股，股价上涨到了惊人的高度——要知道，1954 年它的股价还只有 14 美元，仅仅 7 年后的 1961 年就上涨到 1200 美元（股票分拆后）；而这时候它的每股收益也增长到了 29 倍。扣除股票交易费后，普通股市值高达 12 亿美元。

谁知道，它后来居然又进入与主业毫无关联的许多行业，如医疗设备、体育用品、游船等，终于使得它的经营优势无法得到真正发挥。

格雷厄姆认为，这家公司的每股收益和股价上下蹿动，对投资者尤其是理性投资者来说并不是什么好事，至少它包含以下三大可疑之处。

一是该公司面临着扩大市场的巨大压力。而要扩大市场，最有效的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

途径是降低销售价格、吸引老客户，而这种销售策略必然会使公司的发展空间越来越小。

二是该公司面对巨大市场压力，必然有大量外债，这对企业来说不但是一个包袱，而且还是一种隐患。从财务年报中可以看出，该公司的短期负债和长期负债高达7亿美元，非常惊人。

三是该公司的巨大收益列在分期付款账户上，应收款太大。这种财务核算方式，表明这时候的收入还没有支付所得税，说到底这样的收益是“虚”的。关于这一点，可以很容易地从该公司1920年以来的经营情况中看出来，并为此担忧。一个简单道理是，应收款中必定会存在一部分损失；时间越长，这种损失就越大。

果然，在该公司1961年的发展高峰期过后，各种灾难就接踵而至。包括应收款造成的巨额损失在内，1963年的盈利情况发生了惊天逆转，从原来的年盈利额4500万美元一下子变成亏损1000万美元。

随之而来的是，这时候该公司的股价也猛跌到10美元，与最高时相比下跌了87%，为此还不得不推迟1963年下半年的红利分配。

格雷厄姆投资智慧结晶

投资股票应选择经营业绩稳定且不断增长的上市公司，不要在业绩剧烈波动的股票上赌博。这就像孩子的学习成绩一样，如果状态不稳，大考时很容易考砸。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市盈率16倍是投资投机界限

必须指出，如果16倍于平均收益被当做投资性购买的价格上限，那么一般情况下，所支付的价格应该大大低于这个最大值。这促使我们回到曾被广为接受的适用于一般情况的比率——收益的10倍。我们必须同时强调的是，平均收益和市场价格之间的合理比率并不是普通股投资的唯一标准。它是一个必要条件，但不是一个充分条件。公司的财务结构、管理和前景也必须令人满意。根据这个原则，我们可以得到另外一条重要推论，即一项有价值的普通股投资也是一项诱人的投机。这么说的理由是，如果一只普通股能够满足谨慎的投资者的要求，即投资能够保值而且前景看好，那么这种证券的市场价值很有机会得到升值。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，市盈率16倍是划分投资和投机的一个重要标准。虽然这个标准不是唯一的，却是必要的。

当然，即使市盈率16倍以下属于投资范畴，也必须指出，市盈率总是越低越好。市盈率越低，表明这时候这种股票投资也是一项“投机”，不过这时候的这种“投机”是十分诱人的，因为它的股价上升空间很大。

格雷厄姆说，把市盈率的一定倍数作为划分投资和投机的标准，主要考虑以下两方面因素。

一方面，市盈率的高低能够反映上市公司的性质和过去的业绩记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录。市盈率越低，投资价值就越大。当然，与此同时又必须指出，市盈率的倍数标准是随着时代发展变化的。在美国股市上，1927—1929 年的牛市以前，通常认为股票投资的市盈率最高不能超过 10 倍，除非这是一只非常优秀的股票，否则超过 10 倍投资风险就很大了，就会进入投机领域。

另一方面，市盈率标准当然不是划分投资和投机的唯一标准。这是因为，市盈率高低除了和经营业绩有关以外，还和炒作该股票的人气高低有关。热门股的市盈率当然要高一些，这是情有可原的。

综上所述，市盈率倍数只能作为一种参考，不可能完全依据这个标准来作精确判断。因为说到底，这和每一位投资者的主观愿望有关。更何况，上市公司的业绩随时在发生变化，市盈率倍数每天在波动，令人捉摸不透。

根据以上情况，投资者可以在以下三方面做些工作。

一是确立一项投资性估价原则，以区别于投机性估价原则。也就是说，要知道在什么样的价位买卖股票是相对安全的，超出这个范围就不安全了。虽然这种说法有些勉强，但基本上是可以做到的。

二是从资本结构、收入来源这两项因素中，简单判断某只特定股票价格高低的含义。

三是在资产负债表中，发现一些影响收益状况的特殊因素。

格雷厄姆认为，在通常情况下，投资股票的市盈率不能超过 16 倍，这是购买股票所能允许的最高价格。当然，这时候的收益计算依据至少要是前 5 年的平均数，最好能跨越 7~10 年。

他补充说，划分了这一标准，并不是说市盈率高于 16 倍的股票就一定不能买；当然可以买啦，只不过这时候买股票就属于投机性的了。

意思是说，这时候投资者很可能同样也会赚大钱，但这种情况只能解释为运气好，而不能说是具有投资眼光。

那么，为什么以 16 倍的市盈率作为标准呢？他说，这是从历史经验教训中总结出来的。他的研究表明，总的来看，经常喜欢以高于 16



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



倍的市盈率买入股票的投资者，总会大亏特亏。事实就是如此。

究其原因在于，在缺少一种检验机制的情况下，这些投资者不断受到牛市的诱惑，然后在这种市场氛围中稀里糊涂地就找到了所谓购买高价股的特殊理由。结果，股价越来越高，最后的亏损也越来越大。

例如，在美国股市中有一家国民饼干公司很受投资者青睐。1923—1932 年间，它的普通股每股年收益分别为 2.02、2.18、2.32、2.53、2.84、2.92、3.28、3.41、2.86、2.44 美元，10 年间平均每股收益 2.68 美元。而它在 1933 年 7 月 31 日的优先股股价是 140 美元，普通股股价是 53 美元。

容易看出，即使是年收益最高的年份，它的普通股市盈率也只有 53 ÷ 3.41＝15.5 倍；如果按照 10 年间平均每股收益计算，它的平均市盈率为 53 ÷ 2.68＝19.8 倍。

据此，该股票虽然在当时股市中是一只公认的“上等股”或“蓝筹”工业股，经营业绩相对稳定并且还在持续增长，财务实力雄厚，可是格雷厄姆仍然把它归入“由于高价格而具有投机性”的股票类型。

这一方面反映了格雷厄姆的谨慎，另一方面也表明这时候投资该股票已经有风险了。更不用说，市盈率高于该股票，经营业绩相对不稳定、财务实力并不雄厚的那些股票，投资风险就更显而易见了。

格雷厄姆投资智慧结晶

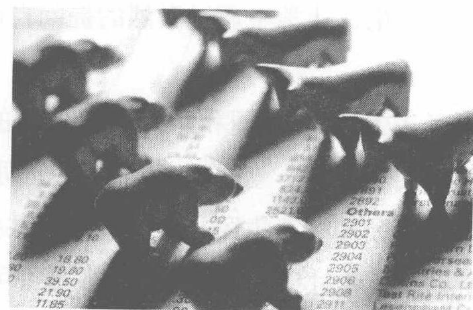
格雷厄姆认为，市盈率 16 倍是判断股票投资或投机的一般标准。虽然这不是绝对的，却可以提供参考。高于该市盈率以上的股票投资，经常会出现大亏特亏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧二

价值评估：
用全盘买下的方法衡量是否值得

格雷厄姆认为："当公众购买或出售其在一家企业中拥有的股份之前，至少应该看一眼这些股份的账面价值。"当然，这不仅仅是看看每股收益有多少这么简单。要善于用全盘买下的方法考察是否合算，特别关注折旧和有争议的项目是否处理到位。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



假如你全部买下这家公司

市场分析是一门艺术，成功地开展下去需要有特殊的才能。证券分析同样也是一门艺术，除非分析师有能力和学识，才能获得令人满意的结果。然而，我们认为，证券分析与市场分析相比有几项优势，这使得前者在那些经过训练的聪明人士来说是更能获得成功的领域。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，投资者购买的股票虽然只是上市公司一部分，比例微不足道，可是却要把它当做假如你购买了整个公司一样来对待。

这样做，不但会更清楚地看清其投资价值，而且更会引起投资者的高度重视，不至于因为这微不足道的持股比例而放松警惕。

格雷厄姆在哥伦比亚大学授课时，完全采用哲学家苏格拉底的方法，采取哈佛大学的案例体系进行教学。他从来不要求学生相信他的话，而总是鼓励学生讨论，让学生通过激烈的提问自己从中得到正确答案。

1929 年年末，有位学生对美国和国外电力公司的认股证书很感兴趣。于是，格雷厄姆告诉学生，美国和国外电力公司是一家控股公司，它的目的是要形成一个公用事业集团。由于组建公共控股公司的做法在当时还很少见，所以投资者对它发售的各种证券是否可靠应当表示怀疑。

格雷厄姆说，认股证书很难进行分析，因为它只是一种在未来某一天能够以高于现价的价格购买公司股票的权利。于是，格雷厄姆就问学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生假如买下这家公司的全部结果会怎么样，让他们去黑板上计算，从而得到当时市场上流通的认股证书总价值究竟有多少。

计算结果表明，公共控股公司的价值超过了宾夕法尼亚铁路公司全部股票的市场价值；而宾夕法尼亚铁路公司是当时美国股市中最优秀的上市公司之一。这样，这些学生就自然而然得出这样一个结论：当时股市中对美国和国外电力公司认股证书的估价，已经达到过度投机的程度。

1932 年 6 月 1 日，格雷厄姆在《福布斯》杂志上发表文章，题目是"飞涨的证券和灰心的股东"。文章指出，投资者在很多时候都会严重低估上市公司的价值。

他举例说，纽约证券交易所中至少有 30%的上市公司，其交易价格低于资产净值和库存现金。也就是说，如果投资者把这家公司全部买下来，然后进行资产清理出售出去，那么将会得到一笔可观利润，这样的上市公司在股市中至少有 30%。

毫无疑问，这同样是一种从整个企业来看问题的观点。所以格雷厄姆在文章中说，上市公司财务人员在那里高枕无忧，只有购买股票的投资者忧心忡忡，实际上这是大可不必的。如果说 1929 年时股价被严重高估的话，那么这些年股市崩盘，到了 1932 年时股价已经跌得非常有投资价值了。

格雷厄姆要投资者设想买下整个上市公司的观点，让许多投资者茅塞顿开。

投资家乔治·海曼说，他在证券投资中一直使用格雷厄姆所说的这种技巧，以买下整个上市公司的心态来判断是否值得购买这只股票，受益匪浅。并且他认为，在当时，这种做法已经被广大投资者普遍接受。

不过他也实事求是地说，要做到这一点，有时候需要有很好的数学功底才能真正领会其中的奥妙；很显然，那些受过会计专业训练的分析者和投资者，更容易领会和应用格雷厄姆的这种价值投资原理。

以格雷厄姆在哥伦比亚大学讲课内容为主出版的《证券分析》一书中，核心思想就是要读者以购买整个公司的心态来审查股票。书中一个



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



概念接着一个概念，直到读者完全掌握独立分析股票、债券、公司债券、政府公债、其他证券所需要的知识为止。

书中在告诉读者如何正确评价公司的损益表、资产负债表，并最终发现价格和价值之间差别的基础上，特别指出选择股票要以自己所知道的最全面、最客观、最可靠的资料为基础。

道理很简单，如果单纯依赖上市公司的财务报告而不加分析，是很容易上当受骗的。因为在这些报告中，不但有可能出现差错，而且完全有可能出现撒谎。例如，公布的收入已经进行过调整，未来收益的确定仅仅是一种推测、没有可靠依据等。

1935 年，在路柏·鲁德公司工作的沃尔特·舒勒斯，向公司合伙人请教如何分析证券投资。合伙人就告诉他说："有一个叫本杰明·格雷厄姆的人，刚刚出版了一本《证券分析》，你去读读这本书吧，如果你掌握了它说的一切，就不必再看别的了。"

就这样，舒勒斯看完这本书后，立刻在纽约金融学院去听格雷厄姆的讲课了，一直坚持了 6 年，然后成为职业经纪人。

舒勒斯介绍说，有一次格雷厄姆让大家分析面临破产的巴尔德文汽车公司发行的即付债券。即付债券主要用于重新组建公司，因而属于一种过渡性证券。格雷厄姆的分析表明，购买这样的债券是有利可图的。当时担任高盛公司套利部主管的古斯·列维是他的同学，听了格雷厄姆的分析后第二天就大量买入该债券，结果狠赚了一笔，最终被提为公司总经理。

格雷厄姆投资智慧结晶

投资者衡量公司价值时，如果能把自己看做是全部买下这家公司的所有者，会更能清楚地判断是否值得投资该股票。这一方法早已在国外成熟股市中被普遍采用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票内在价值的评估规则

显然，分析家不可能永远正确。某一结论可以在逻辑上是成立的，但在实际应用时却效果很差。造成这种结果的原因主要有3个：数据不足或不准确、未来的不确定性、市场的非理性行为。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，对股票内在价值的评估是困难的。因为许多分析、预测在逻辑上是成立的，可是由于种种因素的影响，实际应用时效果却很差。但即使如此，也并不表明这种分析、预测就是没价值的。

因为谁都无法否认，当投资者在寻找那些价值被低估或高估的股票时，首先考虑的就是这只股票的内在价值究竟是多少，否则，他又用什么来作比较呢？

格雷厄姆认为，无论什么样的股票，评定其内在价值时都应当遵循一定的规则来进行。总体来看，这些规则包括以下11条。

①内在价值评估应当建立在对该股票收益能力的预测基础上

只有首先对该上市公司的预期收益能力作出客观预测，然后赋予合适的市盈率倍数，才能得到合理结果。如果有必要，还要调整其资产价值。

②收益能力的预测需要一个合理期限

格雷厄姆认为，这个期限一般是未来7年。也就是说，一般需要对该上市公司未来7年的平均收益作出预测。

③预测基础是对美元数量和利润率的统计分析



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他认为，对股票内在价值的评估所依据的未来收益能力，其预测基础应当是过去7—10年中美元数量和该公司利润率的实际业绩。

④股价预测应当有适当调整

根据上述办法对上市公司的未来股价作出预测，需要考虑通货膨胀因素和资本额变动关系，对得到的数据进行调整，以更符合实际。

⑤市盈率倍数应该反映未来收益更长期的变化

格雷厄姆说，由于股票预测和每一位投资者的偏好有关，所以对市盈率倍数的选择应当尽可能符合实际，并在一个合理范围内。

他认为，一般情况下，市盈率的选择倍数应该在8—20倍之间，比较合理的是12倍；同时，可以根据基本利率变动作适当调整。

为什么确定是12倍呢？这是因为，这种8—20倍的“中立预测”，表明该股票每年的预期收益增长率不超过2%，这在一般情况下是比较符合实际的。

⑥当有形资产价值小于收益能力价值时，收益能力价值会降低

所以他建议，实际预测过程中，当收益能力价值超过资产价值2倍时，需要把收益能力价值减少1/4。

⑦净流动资产价值可能会超过收益能力价值

如果出现这种情况，这时候有必要把收益能力价值提高到最后估定价值的50%以上。

⑧对不可控制因素的考虑

对于上市公司来说，并不是所有因素都可以自我控制的，例如发生战争了，从战争的发生到结束、因为战争得到的收益或损失，公司就无法控制。甚至，上市公司对自己租赁来的资产使用权、期限也无法控制。当然，具体预测时，只能尽可能考虑那些可以控制的因素。

⑨如果公司优先股总量较大而不够均衡，重点是调整企业总价值

例如，有些上市公司的资本化结构具有很大投机性，这时候首先要以公司承认的主要债权经营价值为基础，在优先股和普通股之间分配。如果其中有可能涉及企业不可控制因素，应该对公司总价值，而不是每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股基价进行调整。如果该公司只有普通股而没有优先股，那就要先确定公司总价值。

⑩股票预测价至少要超过市场价 1/3 才有投资价值

格雷厄姆认为，经过上述预测得到的预测结果，只有超过当前股价 1/3 以上，这只股票才具有投资价值。

如果两者之间相差较小，就会削弱投资价值。不过，这时候这种预测仍然可以作为投资分析、决策的依据。例如，如果差额很小甚至内在价值已经大大低于目前股价，这时候就可以据此作出卖出股票的决定。

⑪股票投机性越强，预测准确度越低

格雷厄姆说，无论什么情况下，股票的投机性越强，人们对这家公司所作出的预测准确度就越低。尤其是那些成长型股票，它们的总价值中有相当一部分是投机成分，投资者很难对此作出可靠预测。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，要衡量某只股票价格高低，首先必须依据一定规则对其内在价值进行评估。虽然这种评估很难做到精确，甚至很难符合实际，但却是重要的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



计算账面价值有时是必需的

当公众购买或出售其在一家企业中拥有的股份之前，至少应该看一眼这些股份的账面价值。对于任何具体的案例来说，账面价值所传达的信息都有可能是没有意义或没有必要注意的。但是在丢弃这些证据之前，先要对它们进行考察。这样可以让股票购买者——如果他自认为还算聪明的话——至少能够告诉他自己，第一，他为这个企业实际支付了多少钱；第二，他花的这些钱实际上换来了多少有形资源。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，虽然对于具体的某只股票来说，它的账面价值究竟能传达多少信息并不十分重要；可是对于聪明的投资者来说，还是有必要在买卖股票前看一看其账面价值究竟有多少。

他说，这里所指的账面价值也叫资产价值、有形资产价值，是指资产负债表中反映的属于股东的资产价值，不包括商誉、商标名称、专利、特许权、租赁权等无形资产。对普通股来说，有时候经常被称为股权。

那么，怎样关注某只股票的账面价值呢？他认为，投资者通过以下公式能很容易计算出来：

$$普通股每股账面价值=\frac{普通股价值+盈余项目-无形资产价值}{股票总数}$$

在这里，盈余项目中包括股票的溢价，以及构成盈余的一部分储备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如优先股清偿储备、厂房修缮储备、意外储备等自愿储备。

举例来说，计算1932年12月31日美国钢铁公司普通股账面价值的最简单方法，就是从资产负债表中找到以下项目，然后进行加减运算：

普通股价值	87000
+盈余和自愿储备	76500
—优先股累积股利	450
=普通股净资产	163050（万美元）

其中，盈余和自愿储备的数据来自资产负债表中的以下项目：

普通股溢价	8100
+意外和其他储备	3900
+保险储备	4600
+拨定盈余	27000
+未分配盈利	32900
=盈余和自愿储备	76500（万美元）

容易看出，当时美国上市公司资产负债表的项目和我国现行资产负债表有诸多不同，但其原理还是值得借鉴的。

他说，在计算属于普通股的资产时，需要扣除优先股价值。在这里，牵涉到一个如何对优先股估价的问题。一般来说，估价的原则是按照出现在资产负债表中的“真实”价格而不是平价、设定价来进行。

例如，1933年美国股市中有一家上市公司叫岛港煤炭公司，它以前发行过一只平价为1美元的优先股，该优先股有权获得6美元的年股利，并且在公司解散时享有每股120美元的要求权。

1933年该优先股的价格在每股90美元左右，这时候要扣除优先股价值的话，每股价格以100美元计算就比较恰当，或者说比较真实；如果按1美元的平价来计算，误差就大了去了。

在计算账面价值时，还可能涉及两个性质与之相似的概念：流动资产价值、现金资产价值。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所谓流动资产价值，是指速动资产减去所有优先级别高于该股票的负债和要求权。它不但不包括无形资产，而且不包括固定资产和其他资产。

所谓现金资产价值，是指现金资产减去所有优先级别高于该股票的负债和要求权。它主要指以现金替代物形式持有的资产，包括存款证明、通知放款、以市场价格计算的可转让证券、保险单的现金退保价值等。

格雷厄姆说，投资者必须知道在什么情况下账面价值对自己有意义。

他认为，按理说，投资者购买股票前应该问的第一个问题是，如果全部买下这只股票该花多少钱。可是一个难以令人相信的事实是，美国华尔街上那些证券公司从来就不问如果全部卖出这只股票究竟能卖多少钱。当然，事实上，现在的投资者中也很少有人在问这样的问题。在这种情况下，股票投资就无异于赌博了。

所以说，通过计算账面价值来衡量投资风险的做法，作用显而易见。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，计算上市公司账面价值在一般情况下没必要，可是如果遇到极端情况，这种计算就是必需的，否则他很可能根本无法衡量他的投资值不值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅仅考察每股收益是不够的

在开始对收益报表进行分析之前，我们必须强调说明，在分析投资价值问题时，完全专注于这个（收益）因素而不考虑其他是危险的。在正确地认识到资产因素的巨大局限性的前提下，我们仍必须承认，一家公司的资源还是具有一定意义的，因此应该得到关注。正如后文所述，除非借助考察期初和期末的资产负债表数据，不然难以准确地理解任何收益报表的含义，因此资源因素是不容忽略的。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，虽然股票价值完全取决于其未来收益，但这并不是说眼睛可以只盯着每股收益，而不用考虑其他因素。

要知道，未来收益并不是孤立的，它取决于上市公司各种资源的利用。如果没有这些资源，或者资源利用不足、不协调，其收益就会受到很大影响。所以说，投资者要对股票价格进行评估，仅仅考察每股收益还远远不够，还必须涉及其他方面。

他说，投资者如果把自己想象成一位企业家，就会发现，当你拿起另一家公司的财务报告时，显然就已经进入了一个全新的、完全不同的价值世界。这时候你绝不会仅仅根据报表上的每股收益就确定该公司内在价值，而全然忽视企业财务资源状况，绝不会这样的。

他说，在美国华尔街上，评价股票内在价值有一个简单办法，并且它已经化为一种标准公式，概括起来说包括以下步骤：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



首先是确定股票收益。这是很重要的一步，但也只能是第一步。具体方法是，从最近一份财务报告中找到每股收益的数据。

其次是确定一个合适的质量系数，将每股收益和质量系数相乘。这样就得到了计算公式：股票价格＝每股收益×质量系数。

那么，这个质量系数是怎么来的呢？其步骤是：

①找到该上市公司的股利率和股利记录。

②根据公司规模、声誉、财务状况、发展前景，确定该公司在同行业中的地位。

③判断企业性质。例如，如果这是一家电力照明公司，那么它的质量系数就一定会高于一家烧烤制品公司。

④研究股市发展总体趋势。例如，如果股市当时正处于牛市状态，这时候的质量系数就要相对高一些。

格雷厄姆介绍说，从以上公式容易看出，质量系数主要取决于收益趋势，而收益趋势所依据的又主要是最近一段时期内的财务年报收益。

只有在缺少收益数据，或者每股收益被认为远远低于“正常”水平时，华尔街上的那些分析师才会被迫采用另一种办法，即赋予平均盈利能力、营运资金等更大的权重，但这不过是一种例外处理方式。

他说，这样做的道理在哪里呢？很简单，通过质量系数加以修正，每股收益在判定公司内在价值方面所得到的权重，就会和其他所有因素所具有的总的权重大致相等。

也就是说，这样得到的考察结果实际上除了收益因素外，还充分考虑到了其他财务资源因素，因而显得更客观、更可靠、更有说服力。

格雷厄姆认为，之所以要对上述每股收益数据进行修正，说穿了是因为这些数据本身经常波动，或者财务核算方面的原因不可靠，有时候甚至是管理层主观任意确定的。所以，投资者在分析股票时，如果仅仅从每股收益数据出发，就难免会上当受骗，导致错误抉择。

他在研究中发现，上市公司管理层经常会采取以下措施来调整每股收益。这些措施中既有非法的，也有合法的，但最终结果无疑都偏离了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真实数据。

一是将有些收入项目直接计入盈余，而不是收入；或者相反。

二是虚报、瞒报摊销费用或其他储备费用。

三是改变资本结构，在高级证券和普通股之间进行调整。虽然这种决策需要股东大会批准，但这只是走过场而已。

四是在没有用于企业经营方面的资本金上做文章。

格雷厄姆说，不要小看这些手法，其中的关系错综复杂，为股票分析、研究增加了很大难度，当然，也创造了无限机会。增加分析难度是显而易见的，创造无限机会又何以见得呢？他说，这是因为如果其他人没有发现，而只有你发现了真相，那么就能为你挖掘巨大获利机会创造有利条件。

不过他也提醒说，千万不要高兴得太早。因为你发现的真相不一定就代表了全部真相；即使是千真万确的，也一定不会一成不变。但无论如何，发现真相总要比受蒙蔽好。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股票价格评估的主要依据是每股收益，但还应当包括其他各项财务资源因素在内。如果仅仅看每股收益，难免会因为财务虚假而上当受骗。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



关注折旧项目与收益的关系

有关折旧费用的会计理论十分简单。如果一项资本性资产的寿命期是有限的，那么必须通过冲减寿命期中各年收益的形式提取储备，以逐步冲销该资产的成本。然而，公司的报告在计算折旧费用时，并不总是遵循公认的会计方法；不仅如此，经常出现的问题是，从会计技术性的角度看来合理的储备额，换到投资的角度来看可能会显得不能满足要求。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，在分析上市公司收益时，不能忽略的一个项目是折旧及与此相类似的费用。这些费用与普通营业性费用不同，它不能表现为相应的现金支出，而是代表着由于磨损、消耗或其他原因，导致固定资产、资本性资产价值减少的估计量。

这里所谓与折旧相似的费用，主要有折旧、替换、更新、报废、报损、消耗、租赁物摊销、专利权摊销等内容。所有这些项目，都可以归入“摊销”这个大类，称之为“折旧”或“折旧项目”。

他说，对于投资者来说，面对公司收益或每股收益时，应该想到以下 3 个问题：①这种收益是否已经扣除了摊销？②根据会计准则，这样的摊销比例是否合理？③适用摊销比例的成本和基数，是否合理反映了这些资产对投资者而言的公平价值？

格雷厄姆说，投资者千万别小看折旧问题。千万不要以为折旧不是一种现金支出，只是账簿上的一个项目就掉以轻心，以为可以忽略；相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反，他认为，折旧反映了资本价值的真实减少，是很重要的问题。如果投资者不想自欺欺人，就应当考虑在这其中有没有提足资产储备。

因为归根到底，每隔一段时间，折旧总会表现出上市公司的现实现金支出。将来有一天，固定资产磨损完了，就必须重新购置才能维持正常生产经营，那是一件很好理解的事。

所以他强烈建议投资者：如果上市公司的收益没有扣除折旧费用，这样的股票和债券就坚决不能碰。

他说，投资者千万不要以为不计折旧的事例只是虚构的，或者只是极个别的。事实上，这方面的例子有不少，并且非常触目惊心。

例如在美国股市上，有一只股票叫城市服务公司。这是一家大型企业，拥有许多投资者。1930 年以前，该公司连续多年向公众发售股票，可是无论是招股文件还是财务年报中，公布的收益数字从来就没扣除折旧。

这一点看起来不可思议。因为要知道，该公司的两大业务行业分别是公共事业和石油，在总收益中需要扣除折旧的比率相当大。也正因如此，普通投资者都不敢想象它报出的数字中居然会没有扣减折旧。

该公司 1925 年的财务年报表明，计提折旧和耗损费用前的净收益为 4024.9 万美元，支付利息和优先股股利 2662.8 万美元，支付少数股东权益 212.4 万美元，这样，剩下的部分 1149.7 万美元（4024.9-2662.8-212.4=1149.7）就是为普通股和储备留下的余额，折合成每股收益 3.05 美元。

请注意，这里漏掉了折旧等费用。实际上的折旧费用有多少，外人不得而知。但如果根据该公司 1930 年恢复计提折旧后的数据看，按照总收入的 10%计提是比较合适的（该公司 1931 年折旧等费用占总收入的比率为 10.2%）。

从年报得知，该公司 1925 年的总收入为 12710.8 万美元，如果按照 10%的比率从中提取 1270 万美元总折旧，那么，当年该公司的实际收益就变成了亏损 120.3 万美元。不用说，这时候的每股收益也是负数了，折合成每股收益为－0.32 美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



城市服务公司作为一家大型公司，漏列这样一笔巨额折旧费用，用财务核算制度不健全来解释显然是不行的。那么，它为什么要这样做呢？他们的解释是该公司财产的价值增值非常迅速，所以“没有”发生任何实际折旧，当然也就用不着计提折旧啦。

而真实的原因是什么呢？从上面的计算结果可知，一方面，如果该公司扣除了折旧等费用，每股收益就会从3美元变成亏损，给投资者造成的打击太大；另一方面也容易看出，整个公司的收益是负数，哪里还谈得上像他们所说的资产价值增值非常迅速呢？这不是自己打自己的嘴巴吗！

不仅如此，该公司一方面将折旧等摊销费用抵减收益，另一方面又将其余额直接抵减往年利润。

稍微有点财务知识的投资者都知道，除非出现极端异常情况，否则当年计提的任何折旧都只能抵减收益，不能直接抵减往年利润。

有必要提醒读者注意，根据美国城市电力和照明服务公司债券双联合同中的有关条款，这些上市公司每年都应从盈余中提取一个最低限额，用来保障维护和折旧费用。

这一条款本来的目的是为了保护投资者利益，而现在却被它们用作了误导投资者的工具：该公司的子公司通过这种办法抵减的费用远远高于最低限额；而本来应该计提的折旧储备，也被用来列入收益中。

仅仅从数学关系看，抵减了往年利润，就反衬出“今年”公司的“盈利能力”更强了。这给投资者的误导作用更大，因而这种行为也更恶劣。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，折旧等抵减费用虽然不表现为现实的现金支出，却对正确反映收益起巨大作用。面对公司的收益数据，投资者应该想到前面提出的3个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注有争议项目的会计处理

一张以任何真诚的态度通报信息的收益报表，必须至少能够对当年的经营结果提供一个公正和不被歪曲的描述。对于公众公司来说，直接谎报数据的做法是不多见的。1932 年被曝光的伊瓦尔·克罗伊格公司欺诈事件具有直接谎报的特征；但这一事件的恶劣性和欺骗性程度之高都是绝无仅有的。大多数重要公司的报表都受到独立注册会计师的审计，他们的验证报告控制在相当有限的会计准确性范围内，因此基本上是可靠的。但是从普通股分析的角度看，这些经过审计的报表可能需要一些关键的解释和调整处理，其中 3 个重要的因素更是如此。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，由于上市公司的报表必须经过注册会计师审计，所以明目张胆欺骗投资者的情形比较少见；投资者关注的重点，应当放在那些有争议的会计项目的处理上来。

当然，即使经过注册会计师审计过的财务年报，也要对一些关键问题作出解释，以便能够让投资者更好地接受。如果这方面不是非常挑剔，就会对该公司的价格评估产生误导。

他说，这方面尤其有三项重要因素值得关注，那就是：①偶然产生的利润或亏损；②上市公司子公司或附属公司的经营情况；③各种储备。

为什么这么说呢？这是因为，会计制度和核算方法在处理偶然产生的利润或亏损方面具有很大的灵活性。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



例如，过去的交易不应计入当期收益，而应该作为费用或贷项计入盈亏账户，这是一个基本常识。可是在许多情况下，这种交易状况在会计技术上又是允许适当选择的，既可以把它调整为收益的一部分，又能够作为对盈亏的调整，有时候你居然还找不到这种做法有任何违规之处。

比如说，不同上市公司在遇到下列会计事项时的处理方式就不同：①出售固定资产的利润或亏损；②出售可转换证券的利润或亏损；③清偿资本债务的折价或溢价；④人寿保险的保单收入；⑤退税及其利息；⑥来自诉讼的损益；⑦存货的非常减计；⑧应收账款的非常减计；⑨保有非营业性财产的成本；等等。

格雷厄姆认为，投资者在关注财务年报时，首先必须对以上项目格外留意。无论该公司是怎样处理上述事项的，都必须把它和该公司当年正常的经营业绩区分开来，不能因为特殊情况掩盖正常经营情况。

因为归根到底，投资者从财务年报中想了解的，主要是在一组条件下该公司的盈利能力大小。也就是说，如果这个阶段占主导地位的外部环境没有发生多大改变，该公司年复一年的预期收益会有多大。

在这方面，主要是关注固定资产出售造成的利润或亏损是如何处理的。

例如，美国股市中有一家曼哈顿供电公司，1926 年的财务报告显示它的收益高达 88.2 万美元，相当于每股 10.25 美元。应该说，这样的经营业绩是非常出色的。

可是，当该公司随后申请追加发行的股票在纽约股票交易所上市时，投资者才发现，这 88.2 万美元中居然有 58.67 万美元是通过出售下属机构得到的一次性收入。实际上，该公司真正的经营收益只有 29.53 万美元，相当于原来的 1/3！

更令人吃惊的是，与此同时，该公司又把 54.4 万美元的非常亏损用来冲抵盈余，而按道理，这应该冲抵收益的。

这一进一出，表明该公司账面上原来的 88.2 万美元收益，实际上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是亏损24.87万美元！而在该公司财务年报附注中，并没有明确指出这两点。

其次，要特别关注上市公司的财务年报有没有完全反映所有重要子公司的损益状况，或者，反映在财务年报中的子公司的股利与被控制企业的当期收入是不是悬殊过大。如果是这样，就应当调整该公司的财务年报了。因为这表明，这份财务年报存在着误导作用。

例如，1931年美国钢铁公司财务年报中公布的“特别收益”项目高达1930万美元，其中大部分来自印第安纳州的某个控股公司，从而导致美国钢铁公司具有1300万美元的“净收益”。

而实际上呢，剔除这个非经常性项目后，美国钢铁公司在进行优先股股利分配前，就已经产生了630万美元的账面亏损。

最后，要特别关注折旧和其他摊销项目的储备，以及用于未来亏损和其他支出的储备。因为这些数据很大程度上是由管理者任意确定的，不是高估就是低估。而无论高估或低估，都会歪曲当期收益的本来面目。

例如就摊销费用来说，有时候是专门用来调整收益大小使用的，它对收益的影响作用既很重要又很微妙，不得不防。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者有必要特别关注该公司有争议的会计事项是怎样处理的。只有经过这样一番调整，才能真正了解当期收益的本来面目，不至于产生误导。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

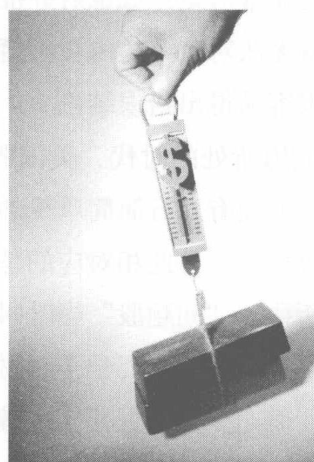
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧三

挖掘宝藏：

用现有资产净值来衡量市场价格

格雷厄姆认为："分析所关心的应该是有事实支撑的价值，而不是主要以预测为基础的价值。"这种有事实支撑的价值，毫无疑问是指该公司的资产净值，以及其背后不为人知的隐蔽性资产。投资者要懂些会计原理，这样才能更好地评估其市场价值。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要懂些简单会计核算原理

这些错综复杂的公司会计方法和财务政策，无疑为证券分析家的活动开辟了广阔的天地。敏锐的探究工作具有无限的机会，包括周密的比较、发现并揭露与公布的“每股收益”所反映的情况大相径庭的内幕。不能否认这种工作是极具价值的。在很多时候，它可以得出有关市场价值过分背离了内在或相对价值的令人信服的结论，从而引导人们在这个理性的基础上开展利润丰厚的行动。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，证券分析方法通常包括三部分内容：财务、会计、管理。

会计是企业的语言，可是企业管理层对具体会计准则则有一定的自由决定权，格雷厄姆对此非常清楚：成也财务报告，败也财务报告——没有财务报告，投资者就无法对公司的内在价值进行衡量和确认；可是完全根据财务报告，则很容易得出错误结论。

因为要知道，格雷厄姆所处的时代，美国股市上充斥着虚假报表。在当时，一张薄薄的纸，上面有几行简简单单的数据，就代表着一家信息披露比较规范的上市公司了。与此相对应的是，上市公司财务欺诈行为层出不穷：我们今天所称的“问题股”当时叫“掺水股”，并不少见。

所以，格雷厄姆特别主张投资者要学会看财务报告，虽然不必像专业会计工作者那样精通，但至少要掌握几个关键指标。

他在 1937 年出版的《财务报表释义》一书中，给投资者介绍了一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迅速掌握会计学原理的方法，以及会计原理怎样在资产负债表、收益表中得到应用和投资者应该怎样从会计账簿中获得何种信息的说明。而他在哥伦比亚大学讲授金融课程时，就是以这样的原理为基础的。

格雷厄姆认为，对于普通投资者来说，应该掌握以下几点会计原理。

1. 流动资本

通俗地说，流动资本就是当前公司资产超过负债的余额，这是衡量上市公司实力的一个关键因素。

流动资本是公司日常运转的资金来源，通过考察这一指标规模以及在一定期间内的变动情况，有助于了解公司扩大资产、应付经济变化的能力大小。

2. 现金

会计上的现金包括老百姓通常理解的库存现金、银行储蓄、银行存款、外汇存款、可以马上卖出变成现金的证券以及任何可以暂时代替货币的资产。

现金的数额不是越多越好，当然也不是越少越好。合理的数额应该是在满足正常经营需要的基础上，有适当余额（这种余额，主要是为了应付突发事件采用的）。

格雷厄姆认为，有许多精明的投资者目光总是盯着现金数额过多的股票，他本人也是这样做的。他说，投资者对这种资金臃肿现象发现得足够早，就可能从中获得更大好处。

3. 固定资产

固定资产主要包括土地、房屋、设备等。固定资产虽然是“固定”的，但是它的价值却会随着时间推移而“变化”，不是发生增值，就是导致贬值，所以其真正的价值很难判断。

对于普通投资者来说，格雷厄姆建议主要关注公司在财务年报注释中标明的资产投保价值。虽然投保价值不能代表实际价值，但由于这种投保一般以重置成本为基础，所以它与市场价值会比较接近。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 无形资产

格雷厄姆对无形资产抱有一种偏见，这一点和他的学生沃伦·巴菲特有很大不同，但是他仍然认为无形资产具有实际价值。

由于无形资产价值难以精确衡量，所以与格雷厄姆同时代的那些分析家们对无形资产有偏见的并不少。不过在格雷厄姆眼里，品牌、租借权、商标之类的无形资产也是一种真正的资产。

5. 现有资产净值

现有资产净值是指如果上市公司现在就出售全部资产、清偿全部债务，这时候账面上还能剩下多少价值。具体计算方法是：现有资产减去现有负债。

格雷厄姆认为，现有资产在清偿过程中的损失一定会小于固定资产，如果公司以低于现有资产净值的价格进行交易，仅仅凭这一点并不能证明它的股票价值被低估了。

6. 对股票票面价值的思考

投资股票必须对股票票面价值进行研究，但应注意的是，股票票面金额只能代表股票发售时的初始价格，以及这项投资多年来的增值情况。

上市公司随意确定票面价值，实际上只是为了考虑记账的需要，对投资者来说并没什么好处。股票票面价值中原本应该包含的丰富信息，现在基本上消失了，或者说已经非常模糊了。

格雷厄姆投资智慧结晶

在上述几项主要指标中，投资者最应该关心的是现金。如果现金持有量太大，则表明投资者终将从中得到好处，不是可以分红，就是变相提高股票价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资潜力股更容易成赢家

分析所关心的应该是有事实支撑的价值，而不是主要以预测为基础的价值。从这个角度而言，分析家所使用的方法与投机客的方法截然相反，后者的成功主要取决于预测和猜测的能力。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资正确才能使你成为大赢家，投资失误从长远来看一定会导致败局。股票投资要重视技术，但也不能全靠技术。

格雷厄姆是一个非常聪明的人。1914 年他在哥伦比亚大学毕业时，毕业成绩位于全校第二名，因此获得了全美优秀毕业生联谊会会员的荣誉称号。还没毕业时，他就接到母校三个系（英语、数学、哲学）的系主任希望他留校任教的邀请。由于他家庭条件比较差，而在大学教书最初的工资很低，所以他找到哥伦比亚大学校长，想听听他的意见。

这位校长一贯主张优秀毕业生应该步入商界，而不是关在象牙塔里搞研究。这时恰好有一位纽约证券交易所的会员到学校找校长，向他反映自己的儿子学习成绩糟糕的事；同时也是为了请校长为他的公司推荐一名最好的学生去担任证券承销商。当时格雷厄姆正好在场，于是校长就顺水推舟，把格雷厄姆推荐给他。就这样，格雷厄姆去华尔街上的这家纽伯格－汉德森－路德公司上班了。

格雷厄姆进入证券公司后，原来在大学里所受的严格教育很快就为他开展工作提供了最有力的武器。

他介绍说，当时人们的观念中并不把买卖股票看做投机行为，事实



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上也正是如此。因为当时的股票价格基本上以红利为基础，正常情况下价格变动幅度很小。如果投资者愿意，完全可以不看股价变动，而只根据红利收入的稳定性和可靠性买卖股票，偶尔检查一下就行了。

随着实践经验慢慢丰富，格雷厄姆被公司派去招徕客户。这项工作在当时是非常体面的，而且很轻松，可是他却毫无建树。他把这归纳为自己太害羞了，缺乏厚颜无耻的能力。

为了帮助顾客了解债券知识，他刻苦钻研当时最权威的教科书《债券投资原理》，并把它应用到铁路行业——当时发行债券最多、最重要的行业。虽然他过去并没有受过正规会计训练，可是这时候已经能发现上市公司会计舞弊行为的把戏了。

当时有一家密苏里太平洋铁路公司的债券很受投资者欢迎，于是格雷厄姆对这家公司 1914 年 6 月的财务报告进行仔细研究，结果发现该公司的外部条件和资金状况都很危险。

就这样，他写了一份分析报告交给当时一位担任纽约证券交易所大厅交易员的朋友，建议投资者对这样的债券敬而远之。没想到，这位朋友把报告转交给百奇公司的一位合伙人。百奇公司认为，这份报告写得语气坚定、非常透彻，超过一般专业人员水准，于是邀请格雷厄姆去该公司工作，周工资 18 美元，比他以前的工资高出 50%。

格雷厄姆本来还郁闷呢：工资一分不少，可是从来没有谈成过一单生意，他想，如果这时候自己提出辞职，老板一定会同意的。没想到，老板坚决不答应，并且随即成立一个分析部门让格雷厄姆负责。

格雷厄姆很快发现，有一家宣布即将解散的古根海姆勘探公司，1915 年 9 月 1 日的交易价格为每股 68.88 美元，而实际上该公司拥有 4 家铜矿开采公司。经过仔细测算，这几家公司连同总公司其他资产在内的实际价值，相当于每股 76.23 美元。这就是说，如果按照现行价格出售该公司所有财产，投资者能够得到每股 76.23－68.88＝7.35 美元。

当然，这种交易是有风险的，这主要体现为两方面：一方面，该公司股东有可能不同意解散公司，法律诉讼也可能会进行干预；另一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，现在用于测算的股票价格和资产清算价格将来都可能会有变化。不过格雷厄姆认为，这种风险与其收益相比要小得多。

在格雷厄姆的建议下，他所在的公司大量买入该股票，并且由格雷厄姆全权负责，他本人可以从盈利中获得20%的报酬。

果然不出所料，1916年1月17日该公司解散了，格雷厄姆不但分得一笔巨额财产，而且这种旗开得胜让他的声誉扶摇直上。

他因此总结道：只有正确的股票投资才能使投资者成为赢家。后来他在哥伦比亚大学给研究生上课时，反复强调这一点。他说："我记得……桥牌高手们打牌时注重正确而不是成功。因为大家都知道，正确会使你成为赢家，而错误从长期来看终究会导致败局。"

一个与此相反的例子是，格雷厄姆读大学时就见到过CTR公司生产的霍尔瑞斯机器，他对这种机器很了解，而且对这家公司很有感情，自称为接触过这种机器的少数几个金融界人士之一。1916年，他找到该公司董事局主席，大肆赞赏这只股票，可是没想到对方毫不客气地说，永远不要再提这只股票，它的债券利息是6%，并没有什么可取之处；而且公司发行的都是"清水股"，凭借的是它的信誉和其他短期资产。

1926年，CTR公司改名为IBM公司，格雷厄姆一生都没买过这只股票。因为他牢牢记住了该公司董事局主席对他说过的这番话：资产和销售额太少、还债能力特别不可靠的公司，决不能成为投资对象。

格雷厄姆提醒投资者：一个能力有问题的公司发展成IBM的概率只有百万分之一，可是这对投资者来说却会导致彻底破产。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，要想投资取得成功，首先要保证投资正确，只有正确的投资才能取得成功；如果带有赌博性质，即使成功了，也不能算投资，而只能算是投机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



善于发现某公司账外价值

北太平洋公司的案例论证了机警的投资者感兴趣的两个观点：第一，受传统统计方法的影响，股价将在一个相当大的范围内变动，而在有些情况下不可能描绘出普通股真实的经营情况和结果。第二，如果长期保持与收益相关的低股利率，会导致越来越多的交易，这是由于低股利压低股价，同时它又允许不断增长的资产净值以未分配的收益形式积累。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，许多股票仅仅从相关资料和财务年报上是看不到它的真实情况的。这是因为如果这家上市公司年末分红较低，就会压低股价，让投资者看到一种“假象”。而这时候，公司不断增长的资产净值，又会以未分配利润的形式积累资金、加速发展。

从这一点上看，我国股市中许多上市公司年末不分红，除了无红可分以外，也包含这层意思在内。

所以他说，投资者应当善于发现上市公司隐藏在背后的真实价值。只有这样，才能作出正确预测。

他举例说，在美国股市上，北太平洋铁路公司是一只绩优股。从1901—1930年间，它每年的红利分配都没有低于过5美元。只是因为20世纪30年代初受经济萧条影响，虽然躲过倒闭这一劫，却元气大伤，一直没有缓过气来。第二次世界大战前的1936—1940年间，业绩很差，没有一点分红，直到1940年起才重新精神抖擞起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1947 年 12 月 31 日，它的收盘价为每股 20 美元；1948 年 12 月 31 日，收盘价为每股 16.75 美元。单纯从这样的股价看，似乎并没有起色。因为要知道，20 美元的股价还没有超过它 1937 年的水平，为什么呢？

格雷厄姆提醒说，投资者如果仅仅凭这些来预测该股走势，就会大错特错、上当受骗。事实上，它的财务报告中的收益计算是偏低的，其中有相当一部分重要收益没有列入收入账户。例如：

北太平洋公司在 1938—1947 年的 10 年间，累计有相当于每股 68 美元的盈利留在了普通股中作为净资产，而这 68 美元还不到其间股票总价格的 1/3。10 年间的总额高达 5930 万美元，由于该公司在其中拥有 48.6%的股份，所以相当于每股平均收益每年应该增加 2.40 美元。

除此以外，该公司和另一家上市公司拥有成功的运输业的近一半，10 年间未分配收入高达 960 万美元，由于该公司在其中拥有 50%的股份，所以相当于每股平均收益每年应增加 0.39 美元。

该公司拥有西北发展公司 100%的股份，10 年间未分配收入高达 110 万美元，相当于每股平均收益每年应增加 0.05 美元。

该公司房地产部门的盈利在财务上记入了盈余而不是收入，10 年间未分配数额高达 1280 万美元，相当于每股平均收益每年应增加 0.51 美元。

综上所述，对照该公司 1947 年年报中反映的 10 年间净收入附加净资产 9400 万美元，相当于每股平均收益每年 3.80 美元；调整后 10 年间的净收入附加净资产应该是 17820 万美元，相当于每股平均收益每年为 7.15 美元。

值得注意的是，根据当时的法律法规，该公司上述未分配收益的这部分股份并非一定要向股东报告。也就是说：一方面，这种账外资产是真实的；另一方面，这种做法又是不违法的。投资者如果不懂其中窍门，就不会发现这一点，从而不可能得到该股票未来正确的收益预测。

至此，投资者容易看到，调整后的总收益和每股平均收益都比原来



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增加了大约90%！这说明什么呢？这只能说明，在北太平洋铁路公司藐视业绩“非常不好”的背后，实际上业绩“非常优秀”。

事实上，该公司通过其他运输者定期支付的租金就能获得大量收入。

要知道，在第二次世界大战期间，该公司的公路业至少投入了4000万美元用来添置新设备。根据战时规定，这些费用可以作为特殊折旧费或折旧计提，这表明，该公司的许多有形资产，现在依然反映在资产负债表上的净数值很小很小。而这些新设备已经开始产生收益，1947年该公司在公路业获得的各种各样的净租金收入就高达521.6万美元。

所有这些分析表明，1947年、1948年北太平洋公司的收益和股价都被严重低估了。这时候以这样的股价买入该股票，不但不会有什么投资风险，而且获利空间还很大。

事实上，1952年该股票价格就达94美元，相当于1948年收盘价的6倍。虽然这一股价的突然蹿起直接原因是该公司新发现了一处重要油田，但如果撇开这一意外收获，1952年股价涨到50美元是不成问题的。

格雷厄姆投资智慧结晶

拨开乌云见太阳。要看清上市公司的真实业绩和股价，必须把各种账外因素考虑在内，才能得出正确结论。当然，这其中既包括有利因素也包括不利因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找即将被兼并的上市公司

提供思考的关键是，这种经营决策在资产实际价值方面要实现股东利益，这些资产价值比长期占优势的市场价格要高。这种情况是由所报告的收益、股利率和不引人注目的增长记录建立起来的。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者应当注意几种典型的“特别情况”的处理，因为这种“特别情况”的出现，会有助于投资者获得额外投资收益。

他说，例如当一家上市公司有可能被另一家公司兼并时，这时候就属于一种“特别情况”。兼并公司要想兼并被兼并公司，就必须开出比实际价格更高的要价，而这就使得它的股票持有者一夜间获得一大块差额。

因为谁都知道，对于准备扩大规模的上市公司来说，与其新建一家公司，不如直接从股市上去收购一家现成的公司爽快。而这时候兼并公司为了实现自己的企图，就必须获得被兼并公司大多数股东的同意，从而它必须开出明显高于现在股价的收购价。

在这个过程中，投资者如果拥有被兼并公司的股票，就能在这种股价被抬高的过程中趁此获利。

格雷厄姆举例说，1962 年 10 月美国斯陶弗化学公司准备兼并纤维胶公司时，纤维胶公司已经同意出售它持有的资产给对方公司了，可是却遭到美国司法部的反对，因而兼并计划被搁置下来。司法部反对的主要依据是《反托拉斯法》。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这时候，另一家想兼并纤维胶公司的美国福特公司提出一则新方案，并且于 1963 年提高收购价格，把纤维胶公司的股价提高到 60 美元。

这表明，如果兼并方案最终能取得成功，这时候的股东将会得到一笔上涨了 80%的以现金计算的股票，另外再加上由纤维胶公司持有的蒙桑托化学公司的股票。也就是说，一共可以获得 30%的投资收益。不过，这笔收益也有可能会遭到滞付。

1963 年 5 月，该兼并方案被股东大会认可，然而同样遭到美国司法部反对。随之而来的是，该股票的价格又重新回到它过去的水平。

1963 年 7 月，美国地方法院支持这次兼并，随后美国高等法院也在 8 月放弃了反对兼并行动，从而使得这项兼并计划最终得以实施。

就这样，1963 年 11 月美国纤维胶公司用现金购买的股价加上蒙桑托化学公司的股价合计高达 82 美元，到当年年末股价就上涨到 88.75 美元。

换句话说，投资者如果在 1963 年 1 月买入该股票，并且在当年年末卖出，将能获得 40%的投资获利。

格雷厄姆特别指出，同一家上市公司被兼并，前者失败了，后者成功了，很重要的一个原因是后者的出价更高。

从表面上看，前者的兼并方案遭到司法部反对，所以没有成功，而实际上，后者的兼并方案也是遭到司法部反对的，最终又怎么成功了呢？更关键的因素是后者的出价高。由于被兼并公司能找到出价更高的兼并者，所以前者注定要让位给后者的。

格雷厄姆一直持这样一种观点：对于股票销售或清算来说，只要以低于现在股价 75%的价格买入股票，就几乎没有真正的投资风险。反过来说，投资者如果以现在的价格买入这只股票，如果购买价低于将来该公司被兼并时股价的 75%，几乎同样不存在真正的投资风险。这是一个问题的两个方面，只不过是往前看还是往后看罢了。

具体到这个案例来说，即使福特公司的这个兼并方案仍然最终被反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

托拉斯行动所阻止，出现第三个兼并者也是完全可能的。

因为在这种兼并关系中，兼并方和被兼并方完全是非竞争关系，最终总有办法会避开司法限制而得以实施。即使这种兼并方案麻烦多多，投资者也能从中获得额外收益。

正如华尔街上的一句传统格言所说："决不买进一场诉讼。"意思是说，如果兼并方案遭到司法部反对而引起法律纠纷，这时候投资者尤其是那些投机者会纷纷抛出股票，从而使得股价大大低于实际价值的。

可是格雷厄姆认为，这又说明了什么呢？这恰恰说明这种股票的价格将来一旦回升，投资者将能从中获得巨额利润。

不过他也认为，类似于这种"特别情况"的处理属于一种专门投资技巧，只适合于一小部分进攻型投资者掌握，并不是每个投资者都能掌握的，关于这一点需要特别指出。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，当一家上市公司传出被另一家公司兼并的消息时，它的股价会有一个较大幅度的上升。好好把握这种投资机会，会比平时获得更多的额外收益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



面临清算时的股价诱惑力大

讨论重组程序时，我们给出了处于财务清算中的两个不同例子：菲斯克橡胶公司和斯塔贝克公司。前者将证券以低得可怜的价格出售，这与其代表的流动资产价值极不相称；后者的票据（利率为 6%）价格与股票价格也极不相符。一般说来，当财务清算最终实现了大量价值时，人们将发现，高级证券卖得实在太便宜了。这个特点有双重意义。它先是我们极力反对人们以投资性价格购买一家可能陷入财务困境的公司发行的任何证券；现在又使我们认为，在财务危机出现以后，它们可能创造出诱人的机会来。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，当一家上市公司陷入财务危机尤其是面临清算时，它的股票价格和内在价值背离的情况司空见惯。

这种现象说明两点：一方面，投资者这时候就不能再以投资眼光购买该股票了，因为在它身上充满了投机性；反过来，也正因这种股票这时候充满了投机，当它出现财务危机后，会对投资者产生更大的诱惑。

他举例说：美国股市上有一家上市公司名叫菲斯克橡胶公司。1932 年 4 月，它发行在外的第一抵押债券有 760 万美元，每 100 美元票面债券交易价格为 16 美元，年利率 8%；发行在外的信用债券一共有 820 万美元，每 100 美元票面债券交易价格为 11 美元，年利率 5.5%。两者合计，表明该公司的证券市场总价值为 760 × 16% + 820 × 11% = 211.8 万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，该公司1932年6月30日资产负债表项目表明，这时候它的各项财务数据是：①拥有现金768.7万美元；②应收账款减去备抵项目后余额为483.8万美元；③存货按成本价和市场价格中较低者计算为321.6万美元；④应收账款36.3万美元；⑤固定资产减去折旧后的净值为2335万美元。

这表明，该公司的股票价格和内在价值相比产生了严重背离：股票总价值只有211.8万美元，还不到现金储备的1/3，刚刚超过1/4；与净速动资产总额①＋②＋③－④＝768.7＋483.8＋321.6－36.3＝1537.8万美元相比，还不到它的1/7；如果包括固定资产净值，更是只相当于它的1/20！

至此，无论哪一位投资者都能看出来，购买这样的证券不但不会有任何风险，而且还会有巨额获利回报。

看一看该公司后来的发展轨迹吧：1931年1月该公司宣布接管，1932年第一抵押债券的价格就下跌到100美元票面为16美元，1933年实施重组计划后，投资者从中得到40%的现金及后续公司的证券。1933年年末，现金和后续证券总价值马上回归到与其自身等额的水平，即在短短的两年间，该债券价格就从16美元上涨到100美元！

与此同期，相应地，1932年该公司的信用债券价格下跌到100美元票面为10.5美元，1933年实施重组计划后，投资者从中得到37%的现金以及后续公司证券。1933年年末，现金和后续证券的总价值回归到它自身价值的70%左右，即在短短的两年间，该债券的价格就从11美元上涨到70美元！

还有一个典型案例是安大略电力服务公司的股票。该公司发行在外的第一抵押债券1950年到期，年利率为5.5%，1932年7月1日停止支付利息，随即宣布公司重组方案。

消息传出后，100美元面值的债券其交易价格跌到只有21美元。后来，安大略水电委员会出面购买该公司资产，然后在安大略省政府的足额担保下，水电委员会用900美元的新债券换取1000美元的安大略



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



电力服务公司股票。1933年12月，这种100美元面值的新债券价格为90美元，实际上这表明，100美元面值的旧债券价格这时候已经上升到了81美元，即在短短的半年间，价格从21美元上涨到81美元！而那些没有换取新债券的旧债券呢，也得到了相当于债券面值70%左右的现金。

格雷厄姆提醒投资者说，一般情况下，如果遇到这样的清算过程，其中似乎总存在着某种价格模式——这时候的证券交易价格，无论与债券价格相比还是和自身内在价值相比，一般都会表现出偏高的趋势。尤其是当清算过程比较长的时候，这一趋势尤其明显。

究其原因在于，在该公司被清算时，有太多的投资者会对这种证券的低价格表现出极大兴趣。不过，随着财产清算过程的进行，投资者对其优先股的投资兴趣会逐步减弱，从而导致价格明显下降。

所以，你经常能发现这样一个规律：当重组方案即将宣布时，这时候公司的高级证券价格会跌到最低点。毫无疑问，这时候就是投资该股票的最好时机。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，当公司面临清算时，往往会出现价格和价值严重背离。毫无疑问，这时就是投资该股票的最好时机。算一算菲斯克橡胶公司的账，就能证明这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附权证券比普通股投资价值大

很显然，当一种可转换证券以相对于普通股的转换平价出售时，它比后者更具价值，除非它的价格远远高于投资性价格区间，这会使它仅仅成为普通股契约的另一种形式。一般来说，以一定的成本换取高级证券的强安全性是值得的。当可转换证券的投资回报率高于普通股时，这一点是毋庸置疑的，即使前者低于后者，在某种程度上这仍是一种值当的掉换。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，附权证券比普通股更具有投资价值。只要它的价格不是高得离谱，否则，它就会比普通股更值得投资。即使它的价格略微低于后者，也不必过分担忧，这在某种程度上仍然是一桩划算的买卖。

格雷厄姆说，附权证券往往会出现安全性和获利机会两者美妙的结合。尤其是附权证券与同一上市公司的普通股相比，投资价值更大。当然，这一结论是相对而言的，不能孤立地来看。

例如，基思－阿尔比－奥菲厄姆公司发行的一种累积性优先股，它的股利率是 7 美元，可以转换成 3 股普通股。1928 年，它的优先股分得了全额股利，可是普通股却什么也没得到，这就是一个很好的例子。

在这一年里，有许多机会允许普通股投资者以转换平价或者接近于转换平价的价格，用普通股来掉换成优先股。可是许多投资者不懂得其中的利害关系，总是犹豫不决，结果丧失良机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他说，1928 年中一共有 4 次最好的调换股票机会，具体是：8 月 8 日，27 股普通股调换成 84.625 股优先股；9 月 13 日，33 股普通股调换成 99.75 股优先股；10 月 9 日，31.75 股普通股调换成 95 股优先股；11 月 3 日，34 股普通股调换成 102 股优先股。

他认为，投资者无论抓住其中哪次机会成功实施调换，都是有利可图的。之所以这样说，是因为投资者既可以从中创造获利机会，又不会丧失任何既得利益。

调换后，优先股的收益率至少可以达到 7%，相比之下普通股的收益率为 0。如果普通股价格上扬，优先股的价格也会随之上涨；如果普通股价格下跌，优先股的下跌幅度则会比普通股小得多。

更不用说，1928 年 10 月该公司还成立了几家控股公司，其中有一家公司发行了 A 类普通股，该控股公司的投资者完全可以用 1：1 的比例，将 A 类普通股换成基思 - 阿尔比 - 奥菲厄姆公司普通股；或者，可以按照 3：1 的比例，将 A 类普通股换成基思 - 阿尔比 - 奥菲厄姆公司的普通股。在随后的几个月里，曾经有多次机会让投资者以非常接近于转换平价的价格，实施这种调换，遗憾的是，许多投资者对此根本不懂。

他说，这种操作不会给原来的股票投资者带来任何损失，却可以创造更多获利机会。格雷厄姆由此得出结论：当存在着一种可转换成普通股的高级证券时，集中于普通股的投机兴趣，经常会使普通股的价格水平接近或者高于与之相对应的高级证券价格。

事实上，当后来这家控股公司的 A 类股票一无所获时，基思 - 阿尔比 - 奥菲厄姆公司的优先股却悠然享受着 7%的股利收入。

从这一点来看，即使当初优先股的价格高于相对于普通股价格的转换平价，投资者也不吃亏。例如，当初这种差价即使相差 5 个百分点又怎么样呢？从最终效果看，仍然是划算的。

他说，与此相类似的还有一个更典型的例子。1919 年 11 月，美国股市上新推出了统一纺织品公司的可转换债券及其相关股票。债券的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息率为7%，股票价格为31.75美元，1920年4月股价最高时曾经达到46.25美元。这时候，公司又推出了1923年到期的短期可转换债券，总额为300万美元，100美元面额的债券售价为98.25美元，利息率7%。

1920—1921年，该公司收益锐减，导致普通股价格急转直下，投资者可以在1920年11月轻而易举地以每股21美元的价格认购新发行的股票。也就是说，这时候的转换价格已经从4月份的45.45美元下跌到了21美元，而1921年初该公司的股票价格则跌到12.75美元；与此同时，债券价格始终保持在95美元以上。这一进一出，使得这种调换创造了巨大获利空间。

格雷厄姆总结道，投资者如果希望在上市公司中保持其利益份额，那么只要发现同一家上市公司的可转换高级证券，在内在价值的支持下，以投资性的价格出售，并且这种价格比较接近于转换平价，就应该把股票调换成这种证券。

至于说投资者对这种调换成本的上限允许达到多少，则应根据每个人的主观判断来决定。如果对该公司发展前景充满信心，那么即使付出一些在别人看来得不偿失的代价，也是一种聪明的做法。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，只要有内在价值作支撑，就应当尽量把同一家上市公司的普通股转换成附权证券。既不会失去既得利益，又能创造更多获利机会，何乐不为呢？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资廉价股比高价股回报高

因股票循环出现廉价所产生的市场，说明几乎完全相同的市场水准中有许多独特的廉价股的存在。市场喜欢将山头平成鼹鼠丘，将普通的起伏夸张成较大的盛衰，甚至仅仅因为缺乏兴趣或热情也会迫使价格降到荒谬的低水平。因此，我们观察股票价值是否低估有两个主要来源：①确切的令人失望的结果；②长期被忽视、误解或受冷落。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者如果想获得比平均水平更高的投资回报，最好要能实现双倍投资价值，为此就必须采取相应的投资策略。

其基本要求是两点：一是它必须经过客观的和有理性的公正分析，表明这种策略是客观有效的；二是它必须和大多数股票投资者或投机者的操作策略有所不同，才可能做到“众人皆醉我独醒”。

格雷厄姆说，他在研究道·琼斯工业平均指数冷门证券价格行为过程中发现，符合上述要求的投资途径一共有3条。它们之间的区别很大，并且每种途径都需要具备不同的知识类型，以及相应的不同气质。其中最重要的一条是，投资廉价股比投资高价股的回报率更高。

他认为，从理论上说，股市中总有一些上市公司的价格会被低估。因为总有一些上市公司发展活力不够，至少是不那么令人满意，从而在投资者心目中失宠，这是股市的一条基本规律。认识并掌握这一规律，有助于循此找到最保守，也最有希望的股票投资获利途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这一点出发，双倍投资价值的发现前提是，要求投资者尤其是进攻型投资者，全神贯注地关注那些不引人注意的股票，其中主要是大公司。当然，如果那些规模较小的上市公司的股价被严重低估，也可以关注。

在这些股票身上，当将来有一天股市下跌时，即使这些股票仍然不被股市所关注，它们所创造的收益和股价增长，也会使投资者保证能达到起码的盈利水平。

例如，通用汽车公司股票 1941 年的价格还不到 30 美元，每年的投资获利一直超过 4 美元，并且还有超过 3.5 美元的红利分配。可是它的股价在 1964 年时却只有 5 美元（折算后），投资这样的股票还有什么风险呢？一旦股价反弹，就能给投资者创造不菲的投资回报。

上面提到要特别关注那些大公司，这又是为什么呢？格雷厄姆认为，究其原因在于这些上市公司相对而言更具有双重优势：

优势之一是它们通常具有雄厚的资本资源和智力资源。一个公司如果拥有这样的基础和实力，在遇到困难和不幸时就容易渡过难关，比较容易恢复到以前曾经有过的辉煌水平。

优势之二是股市对它们业绩方面的任何改善，都会保持某种程度的敏感，即既不会麻木不仁，也不会过度敏感，这对其股价恢复到与其内在价值相符的程度是非常必要的。

格雷厄姆在研究道·琼斯工业平均指数冷门股时，首先假定投资者每年都按照现在或过去年收益的最低价格，选择买入“最便宜”的 6 种或 10 种股票；然后在持有 1~5 年后卖出，以此来进行对比研究。

通过对过去 45 年的资料研究发现，1917—1933 年中进行这样的投资操作并得不到什么投资收益；可是从 1933 年开始，如此这般操作的投资收益一直非常成功。这一结论也得到其他权威分析机构的纷纷证实。

例如，根据 Drexel & Company 对 1936—1962 年 26 年间的美国股市资料进行研究，其中有 18 年这些股票的投资业绩要超过道·琼斯工业指



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



数平均水平回报率；7 年是持平的；只有 1 年达不到平均投资回报率。

具体数字表明，投资者如果在 1936 年将 1 万美元投资在廉价股票上，1962 年将会变成 11.92 万美元。如果投资在高价股票上，只会变成 1.08 万美元。而在这期间，如果每次都购买同样数量的道·琼斯 30 种原始股票，26 年后股票价值只有 3.5 万美元；如果把这 1 万美元平均投资在道·琼斯 30 种原始股票上，26 年后股票价值将会上升到 6.1 万美元。

上述研究再次表明，购买廉价股的投资回报率要高于股票指数平均回报率；而购买高价股的投资回报率则低于股票指数平均回报率。

格雷厄姆说，类似于这样的研究结果还有很多很多。例如，S.法兰西斯·尼科尔森通过研究 1939—1959 年间“全球 100 种”可信赖的投资股票，每 5 年改变一次选择，结果同样表明，股价最低的 20 种股票的投资回报率，要比股价最高的 20 种股票的投资回报率高出 1~3 倍。这一研究报告发表在 1966 年 6~7 月出版的美国《财政分析》杂志上。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，要获得更高的投资回报，投资者与其购买高价股，远远不如购买“长期被忽视、误解或受冷落”从而使得价格落到不寻常地步的低价股更实惠。

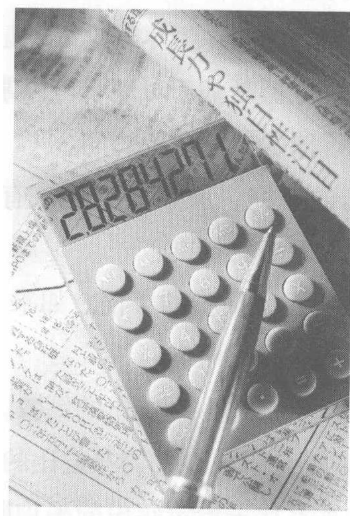
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧四

买进公式：

内在价值＝E(2R＋8.5)×4.4／Y

这是格雷厄姆发明的判断股票内在价值高低的简单公式。其中E表示每股收益，R表示预期收益增长率，Y表示AAA级公司债券的当前收益率，8.5是他认为一家业绩稳定增长的公司比较合适的市盈率。具体使用该公式时，8.5倍的市盈率可适当提高。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆的十大选股标准

分析的含义是指通过对现有可掌握的事实的认真研究，根据经确认的规律和正确的逻辑做出结论，这是一种科学的方法。但是在证券领域中使用分析方法时，人们遇到了严重的障碍，因为归根结底，投资并不是一门精确的科学。在法律和医学方面也是如此，因为在这些领域，个人的技巧（艺术）和机遇对成败与否都起了重要的作用。但是，在这两个领域中，专业分析不仅发挥着作用，而且可以说是不可或缺的。所以在投资领域，甚至是投机中，很可能也是这样。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，证券投资并不是一门精确的科学，因为其中有许多是投资者个人的投资技巧和经验。但尽管这样，证券分析对投资者来说仍然非常重要，因为这种分析是基于对现有可以掌握的事实的研究基础之上的，是可信的，有规律的，符合逻辑的。

那么根据格雷厄姆的研究，股票投资应该有哪些标准呢？他总结说，基本上可以归纳为以下十大标准：

1. 收益－价格比是3A级债券的2倍。如果3A级债券的收益率为8%，则满足条件的股票收益率为16%。

计算方法是：收益－价格比为本益比的倒数。

2. 本益比不低于最近5年最高平均本益比的4/10。

计算方法是：平均本益比＝给定年份的平均股价／当年收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3．股利率不低于 3A 级债券收益率的 2／3。

不分配股利或无利润的股票不予考虑。

4．股价应低于每股有形资产账面净值的 2／3。

计算方法是：全部资产价值扣除商业信誉、专利权等无形资产后减去全部债务，再除以股份总数。

5．股价不高于流动资产净值或速动清算净值的 2／3。

计算方法是：速动清算净值＝流动资产－总负债。这是格雷厄姆最初的证券投资理论基础。

6．总负债低于有形资产账面价值。

7.流动比率不小于 2。

计算方法是：流动比率＝流动资产／流动负债。它反映的是上市公司资产的流动性和偿债能力。

8．总负债不高于速动清算净值。

9．最近 10 年利润翻了 1 番。

10．最近 10 年中，利润下降超过 5%的年份不超过 2 年。

在上述各条判断标准中，1~5 主要是用于测量证券投资的风险大小，6~7 主要是用来定义财务健全性，8~10 用来反映公司利润的稳定性。

格雷厄姆的选股标准在实际应用中效果如何呢？美国纽约州立大学亨利·欧本海默教授曾经对此进行过深入研究。

他考察了 1974—1981 年经过风险调整后的收益变化，采用各种不同方法对这些标准在各种情况下的实验效果进行比较，从而得出两点结论：

Ⅰ．当实验范围仅仅限于纽约证券交易所时效果不很理想。

需要指出的是：在纽约证券交易所上市的公司都是大公司。为什么这些选股标准在大盘股面前“不灵”呢？格雷厄姆已经在 1976 年去世了，所以后人再也无法继续向他请教和他探讨了。

Ⅱ．当实验范围扩大到纽约证券交易所和美国证券交易所时，这一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



标准异常灵验，并且在所有年份内有效。

需要指出的是：考察范围扩大后，上市公司的规模大大小小均有，较好地反映了股市实际，因为股市本来就是由各种各样的大盘股和小盘股构成的。

那么，格雷厄姆的十大选股标准究竟灵验到哪一步呢？亨利·欧本海默的研究结果表明："利用标准1和标准6选择股票，年平均收益率可达38%以上；用标准3和标准6，或用标准1、标准3和标准6选择股票，则分别得到26%和29%的年平均收益率。虽然这种优异的成绩……在1976年后有所下降，但仍然没有消失。此外，这种效果并不受系统风险和规模大小的影响。"

格雷厄姆投资智慧结晶

对于广大股民来说，怎样选择股票是最费脑筋的。在这里，格雷厄姆提出了他选股的十大标准，并且在美国股市中得到了有效验证，值得投资者重视。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长型股票的价值计算公式

聪明的投资者能够成功地在次等普通股中运作，他只在廉价时买进。这意味着当它们的短期前景看好也就是普通的购买者可能对它们很感兴趣的时候，聪明的投资者几乎不会买进它们。在这种时候，市场价格持续上升，并可能接近甚至超过预期的长期价值。明显地，这是一个有利的卖出而不是买进机会。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，聪明的投资者应当善于在次等普通股中运作，并且只有当股价低于其内在价值时买入，而当高于其内在价值时卖出。

这种买卖时机的选择非常重要，比较简单的判断方法是：当其他投资者几乎一致看好该股票时，就表明这只股票的价格很可能已经接近甚至超过其内在价值了。也就是说，这时候卖出这只股票的时机就到了。

他认为，证券分析师即我们通常所说的股评家的大部分工作，都和次等普通股中的成长型股票有关。在这方面，他通过对成长型股票深入研究，得出一个非常简单的计算公式：

价值＝当前收益×（8.5＋预期年增长率的2倍）

他说，这个计算公式虽然简单，可是用它得到的预测结果却与其他权威预测方式得到的结果非常相近。在这里，预期年增长率通常是指未来7~10年的数据。

例如，他将1963年美国股市中的收益倍数、增长率、所选股票价格、基于预期增长率的收益倍数等相关指标进行汇总分析，然后把用他



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上述计算公式得到的收益倍数，与其他权威方法所得到的预测结果进行对比，作出了以下对比分析。

预期增长率	0	2.5%	5.0%	7.2%	10.0%	14.3%	20.0%
格雷厄姆公式所得收益倍数	8.5	13.5	18.5	22.7	28.5	37.1	48.5
Molodovsky 法	11.5	13.5	16.1	18.9	23.0	31.2	46.9
Tatham 表				18.0	25.0		
Graham、Dodd 和 Cottle 优选法	8.5	13.5	17.0	20.0	23.5	31.0	41.5

格雷厄姆特别指出，用这种方法来预测股票，尤其适合进攻型投资者购买龙头股时采用。不过要注意的是，这时候通过股价计算得到的市场总价值，不能超过该上市公司实际内在价值，也不要超过谨慎预测基础上得到的、投资者可以接受的预测价格。

他警告说，投资者尤其不要购买那些大家心目中公认的有着广阔市场发展前景，并且股票价格已经很高的公司，决不要这样做。

一个简单例子是，1964 年后期美国施乐公司的股价高达 132 美元，这表明该公司拥有 27 亿美元市场价值。

可是这背后的真实数据是什么呢？要知道，1963 年它的销售额还只有这个数字的 1/10，利润只有这个数字的 1/117，净有形资产只有这个数字的 1/50（不到 3 美元）。

他说，真正的投资者是不可能买股价如此之高的股票的，除非他在赌博，或者对自己购买股票的动机没有真正考虑过。

格雷厄姆说，成长型股票通常潜伏在次等普通股中。次等普通股的范围虽然很难精确划分，例如在美国股市中，它除了大约 2000 种上市公司的股票外，还有不计其数的非上市公司股票。但一般来说，投资者会明白他要投资的股票究竟是属于龙头股还是次等普通股。

投资次等普通股更能获得比较丰厚的获利回报。这里的诀窍是，当这些上市公司不景气甚至有些绝望时，它们的股价会相当低廉。

因为这时候有许多“聪明的投资者”不会去买它，可是当它的股价跌到只有其内在价值一半时，进攻型投资者就应该迅速出击，主动把它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们收入囊中。因为过不了多久，市场价格就会持续上升，那时候就到了你应该获得满意回报的时候了。

他说，投资者千万要记住，当股价跌到内在价值的一半时迅速出击，这种方法经常被使用，非常有助于确定上市公司预期的公平价值究竟是多少。再怎么说，这时候投资股市，基本上没什么风险了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，他有一个对次等普通股中的成长股计算内在价值的简单方法。如果股价跌到只有其内在价值一半，这时候迅速出击，基本上就没什么风险。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



清算价格更接近于内在价值

如果一只普通股售价长期低于其清算价值，则表明要么价格太低，要么公司该进行清算了。从此可得出两条推论：推论1：面对如此低的价格，股东不由会产生怀疑：公司继续经营是否符合股东的利益。推论2：面对如此低的价格，管理者将被迫采取适当措施，纠正市价与内在价值之间的差距，包括重新考虑其管理策略和就其继续经营的决定对股东作出坦诚解释。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，上市公司的清算价格更接近于内在价值。所以，投资者要特别关注那些价格长期低于清算价格的股票，从中寻找投资机会。一般来说，股票价格长期低于清算价格是不正常的，如果该公司不是濒于破产，就表明它到了背水一战时候了。

鲁迅先生有句名言叫“不在沉默中爆发，就在沉默中灭亡”。借用这一句式也可以叫“不在长期的低价中清算，就在长期的低价中反弹。”

格雷厄姆说，与账面价值相比，普通股的流动资产价值中因为包括固定资产价值，所以作用比账面价值更重要。从投资者角度看，普通股的流动资产价值，大体上可以看做该公司的清算价格。

所谓清算价格，是指该上市公司如果现在就进行拍卖可以得到多少资金。由于上市公司除了流动资产还有固定资产和各种混合资产，所以，真正到了拍卖时，不同资产的变现值是各不相同的。

格雷厄姆说，由于投资者在计算清算价格时，总是在一种“假设”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前提下进行的，所以不可能得到完全精确的数据。因为该公司还根本没有被清算，甚至永远不可能被清算，又怎么能得到精确的清算价格呢？

他的经验表明，从上市公司性质看，私营企业主动对资产清算的比例较高。有时明明经营状况不错，可是为了得到一个好价钱，公司也会被整体或分批出售出去；甚至可以说，有些上市公司的“出生”最终目的就是为了被“出售”出去。相比而言，国有企业很少有这种清算机会，即使亏得厉害，也会苟且偷生下去。

在这种“假设”前提下，投资者怎样来衡量清算价格呢？

格雷厄姆认为，投资者可以从该公司资产负债表入手，寻找有用线索。其基本原则是，上市公司的负债是确定的，欠债要还，天经地义；不过，流动资产和固定资产究竟值多少钱就值得怀疑。

在这里，他提出几条主导意见。

①现金资产，包括流通证券，因为这是真金白银，看得见、摸得着，所以变现值应该为100%。

②应收账款减去普通储备，清算价值通常相当于账面价值的75%~90%，一般按80%测算。对于零售商品分期付款账户中的数据必须低估，清算价格通常相当于账面价值的30%~60%，一般按50%测算。

③存货价格如果低于成本价或市场价格，清算价格通常相当于账面价值的50%~75%，一般按66%测算。

④固定资产和混合资产中的不动产、房屋、机器、设备、不可转让的投资、无形资产等，清算价格通常相当于账面价值的1%~50%，一般按15%测算。

格雷厄姆说，有了这样的大致方针，投资者就知道该怎么做了。他说，美国股市中有一家上市公司叫怀特汽车公司，可以用它来作为案例进行上述测算。

该公司1931年12月的股价为每股8美元，当时的资本结构是一共发行了65万股普通股。从该公司当月的资产负债表中可以发现：

①现金账面价值有405.7万美元、美国政府和纽约州政府债券



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



457.3 万美元，按 100%变现率计算，清算价格为 863 万美元。

②应收账款减去储备后的账面价值是 561.1 万美元，按 80%的变现率计算，清算价格为 449 万美元。

③存货按照成本价与市场价格两者中较低者取值，为 921.9 万美元，按 50%变现率计算，清算价格为 461 万美元。

④流动负债账面价值是 135.3 万美元，清算价格按 100%据实扣除。

⑤机器和设备减去折旧后的净值、对子公司的投资、递延资产、商誉等项目，账面价值合计为 2000 万美元，按 20%的变现率计算，清算价格为 400 万美元。

上述项目①+②+③－④+⑤=863+449+461－135.3+400=2037.7 万美元，这就是该公司普通股所代表的净资产总额。

2037.7 万美元÷65 万股普通股=31.35 美元，则可以看做是怀特汽车公司如果在当时被清算所能得到的每股清算价格的参考值。

与该公司账面上的净流动资产总额①+②+③－④=863+561.1+921.9－135.3=2210.7 万美元，折合成每股 2210.7÷65≈34 美元相比，这两个数字应该说很相近了。

这表明，清算价格与公司流动资产价值是很接近的，它们都很接近于企业内在价值。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者掌握上市公司清算价格的计算方法很重要，从它身上大致可以看出该公司有多少内在价值。简单地说，可以用流动资产净值数据作参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要具备良好的套利获利能力

1914 年之后，在普通股股票分析中，内在价值与投资价值变得越来越重要。作为一个新来者，我没有受到旧体制下那种扭曲的传统的影响，能够迅速地对金融领域中的新生力量作出响应。我比前辈具有更清醒的头脑和更良好的判断力（他们的智慧已受到经验的约束和削弱），从而能辨别什么是重要的，什么是不重要的；什么是可靠的，什么是不可靠的；甚至能辨别哪些是诚实的，哪些是不诚实的。因此在很大程度上可以说，我发现了华尔街的一片处女地，即对证券价值做真正的、透彻的研究。凭着两个有利条件——即我自身的内在天赋和当时的有利时机——我的成功几乎是万无一失的。不过，我的生涯中也出现了多次挫折。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，证券分析和投资者应该具有良好的套利获利能力，这是取得投资成功万无一失的保证。就他自己而言，他在 1914 年刚刚参加工作时，由于新来乍到，很少保守思想，所以比前辈具有更清醒的头脑和更好的判断力，这为他最初的投资成功奠定了良好基础。

格雷厄姆说，当时他参加工作时，证券投资的对象几乎全是债券，股票中除了极少数几只股票，基本上是被当做投机工具来看待的。

当时的股票交易，虽然有各种财务数据供参考，可是基本上没有人去关心它们，人人都相信各种各样的“内部消息”。因为几乎所有投资者都认为，决定股价变动的主要因素不是企业内在价值，而是人



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为炒作。

可是格雷厄姆不这样认为，这让他尝到了巨大甜头。

格雷厄姆参加工作时，有位名叫沃纳的老先生，他原来自己开了一家证券交易公司，后来由于经营不善倒闭了，所以成了“打工者”，成为格雷厄姆的同事。格雷厄姆经常向他讨教证券知识，两人成了好朋友。

1915 年，当时有只俗称“小猫”的股票盈利水平有提高迹象，沃纳建议和格雷厄姆两人合买 100 股，所有资金由他负责，赚了钱两人各半。看得出，这是沃纳有心想让格雷厄姆赚钱，否则何必这样做呢？格雷厄姆求之不得，当然答应了。当时的买入价是每股 12 美元。

这件事很快被老板纽伯格知道了，他狠狠地训了格雷厄姆一顿。要知道，当时买卖股票是被当做投机行为来看待的，老板当然要反对啦。于是，格雷厄姆马上抛出了属于自己的那一半股票。

格雷厄姆说，非常有趣的是，后来他发现这只“小猫”股票正在进行不同寻常的财务运作，于是马上说服老板用公司名义重新买入该股票。

他说，当时该股票被公认为一只垃圾股，股价跌到了每股 0.5 美元，正在进行资产重组。而据推算，公司重组至少需要 1 年时间，1 年后新老两种“小猫”股票以相同价格出售，现在的投资则至少能获得 2 倍回报。再怎么说，要在这只股票上赚个百分之几的盈利是绝对有把握的。

这次老板听了他的意见，买了 5000 股，第二年就赚了 6 倍的利润。

接下来，格雷厄姆计算出另一只名叫古根海姆勘探公司的股票，正在实施一个分解计划，把它在几家重要铜矿所拥有的大量股权按比例分给股东。格雷厄姆研究发现，该公司这时候所持股票的市场价值本身就高于公司股价，所以，其中存在着一个非常保险的套利获利机会。也就是说，只要你现在买入这只股票，同时卖出它所拥有的几家铜矿的股票，就能从中获利。虽然这种套利有风险，但这种风险是他能够克服的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就这样，公司听取了他的建议，狠狠地赚了一笔。而公司中的其他同事也纷纷委托他办理此事，并愿意付给他 20%的利润，这又让格雷厄姆取得了一笔笔丰厚的格外收入。

接下来，格雷厄姆有一位在哥伦比亚大学担任英语教授的好朋友，名叫阿尔杰农·塔辛，他省吃俭用存了一大笔钱，全部投在一只价格昂贵、信誉不错的公用事业股美国电灯及动力公司股票上。

有一次他听了格雷厄姆说到上面的几则套利获利小故事后，非常感兴趣，马上专门开了一个账户，买了 25 股美国电灯及动力公司股票，每股 400 美元。所有资金都由塔辛出，具体操作由格雷厄姆负责，两人说好无论是赚是赔，各占一半。

就这样，第一年该账户就取得了远近闻名的成功。格雷厄姆从中提取 7000 美元分成，与哥哥合伙投资了一家百老汇留声机商店。

他的哥哥原来在一家公司当小职员，从小就爱好音乐尤其是歌剧音乐，一直梦想自己将来能开一家唱片公司。而格雷厄姆这次投资获利，正好圆了哥哥的梦。其中 3500 美元用来购买设备和无形资产，3500 美元买下该公司的所有库存商品。

良好的套利获利能力让格雷厄姆如沐春风。他说，从此以后，套利获利就成为他证券投资学习和行动的一个特殊领域；并且他一直认为，这是他“在华尔街上的专利”。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股票投资必须具备良好的判断能力，其基本要求是：迅速买进那些价值被严重低估的股票，同时卖出用同一分析方法表明价值被高估的股票。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



防御型投资者证券投资策略

每个人都知道，在市场交易中，大多数人最后是赔钱的。那些不肯放弃的人，要么不理智，要么想用金钱来换取其中的乐趣，要么具有超常的天分。在任何情况下，他们都并非投资者。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆把投资者分为防御型和进攻型两类。防御型投资者的最大特点是，他们投资证券的主要兴趣在于安全性，而不是投资烦恼。

他说，防御型投资者应该把自己的投资分为两大块：一部分是合适的债券，一部分是多样化股票。无论如何，他们都应该把一定的资金投在股票上。

也许有人会说，股票投资是有风险的，既然是防御型投资者，怎么还能投资股票呢？格雷厄姆认为，股票投资确实有风险，但这并不是股票本身固有的性质，更多的是来自投资者面对股市时的态度和行为。

他的建议是，防御型投资者平时应该确定一个债券和股票投资的固定比例，例如 50%，永远一半对一半。当一个阶段过去后，他原来投资的股票和债券比重已经变化了，例如变成 55%对 45%了，这时候就应该进行调整，重新把它们拉回到各占 50%左右的比例上来。

除此以外，总的投资原则是，当感觉股市风险过大时，可以减少股票持有量、增加债券投资比重。

例如，当股市上涨过快时，这时候可以把股票持有量降到总投资的25%，但不能低于这个比重；相反，当股市下跌严重、投资机会凸出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，可以把股票比重增加到75%，同样，也不应该超过这个比重。

总之他认为，股票投资在整个投资比重中的大小，应该根据每个人的情况量力而行，但一定要买股票；并且，无论是谁，投资股票的资金比重应该确定在25%~75%以内。

至于债券和股票内部的比重，也是大有讲究的。

就债券而言，如果投资者本金本来就不多，这时候最好是购买国债，理由是安全性高、收益率高。如果投资本金较多，投资对象应该选择利率在国债和银行存款之间的品种。例如在美国，顶级公司债券的收益率接近4.5%，A级州和市政免税债券收益率为3.5%，这就给投资者选择债券品种确定了一个大致范围。

就股票而言，股票的股利率无法像高等级债券的回报率那样精确预测，但是，除非将来发生意外，一般来说，平均或“正常”的股票价格都是会相应增长的。虽然这种相应增长，并不能防止投资贬值，但总体来看绝对值还是在稳定增长的。如果你不投资这样的股票，你的资金会贬值得更快。

格雷厄姆说，防御型投资者如果按照他以上的设计，在正常市场条件下，把一半本金投资在市场正常水平以上的股票，无论这些股票是什么；把另一半本金投资在收益率在3.5%~4.5%之间的免税债券上，那么，总的收入回报率会达到4.5%以上。这样的投资回报率虽然不高，可是却能比较轻而易举地得到，抵制通货膨胀就有保障了。

格雷厄姆在1964年时说，从1949年以来，美国股市中的股票回报率一直比4%高得多；债券的回报率，1964年当年虽然低于3%，可是在过去的10年中年平均水平都在3.7%左右，以此来证明他以上的测算是有依据的。他总结说：

防御型投资者应该购买的证券包括：

①政府债券和（或）免税证券；

②各种最主要的普通股，或主要的投资基金股。

防御型投资者不应该购买的证券包括：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



①投资级别的公司债券和优先股，除非它们的税后收入和高质量免税证券的收入相当；

②那些比平均收入增值率高得多的价格出售的热门股；

③二级普通股，除非价格特别低，一般不买普通股的新股（不包括主要证券认购股权的行使）。

格雷厄姆投资智慧结晶

防御型投资者就是我们所称的稳健型投资者，投资方向主要是那些足够安全，并且有适当收益的股票和债券。投资的主要目的，是用投资收入抵御通货膨胀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进攻型投资者证券投资策略

"比一般人做得更好"，看似容易，做到难，而且风险不可避免。但我愿冒险地猜测，哪怕是一个智力平平的人，只要遵循正确的原则，并听从有能力的证券分析者的忠告，询问正确的问题，那么几年后，他就可能比懒散的、被动的或防御型的投资者多赚1倍的钱。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，进攻型投资者无论是赚钱欲望还是期待，都比防御型投资者要高得多。他们把大量的精力、研究、个人能力投入股市中，结果却往往不是盈利而是遭受亏损。这又是为什么呢?

他认为，任何一种有利条件，如果利用不当，就和不具备这种有利条件没什么两样。对于进攻型投资者来说，仅仅有对高额投资回报的期待还不够，重要的是明白什么样的投资策略成功概率更大。

为此，他提出了5种进攻型投资者赚取超额利润的方法。

①普通交易

所谓普通交易，就是全面参加证券市场活动，目的是得到和"平均指数"一样的获利回报。

格雷厄姆认为，这种投资操作具有投机特点，所以他不认为这种方式有什么实际作用。这种方式如果要取得成功，投资者必须具有预见力和交易能力，并且比其他投资者更聪明，而这对投资者来说要求过高。所以，他建议不要选择这种投资方式。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



②有选择的交易

所谓有选择的交易，是有选择地参加证券市场活动。格雷厄姆认为，这种股票操作方式原则上和普通交易没什么区别，因为你根本不知道“有选择的交易”在哪里，所以他同样不建议选择这种方式。

③买低卖高

所谓买低卖高，就是低价买入股票，等到股价上涨后卖出。看起来这是一个非常简单的道理，但实际上并不一定实用。

因为要知道，如果遇到股市下跌、股价越来越低时，你永远都找不到“卖高”的机会，哪里还谈得上获利呢？充其量不过是减少亏损罢了。

所以说，这种操作方式是不确定的，至少格雷厄姆不能保证普通智力的投资者在经济、心理上能够承受得了。

④长线选择

所谓长线选择，是指买卖证券行为主要从长远收益来考虑。

他说，如果你选择一只好股票，几年后收益可能会翻 3 倍、4 倍甚至更多；可是如果你选择一只不好的股票，几年后则会造成大的亏损。所以，投资者这时候的精力应当主要放在判断上市公司的发展前景上。

那么，怎样才能做到这一点呢？格雷厄姆教大家的方法是：如果大家都认为这只股票好，那么这只股票的价格一定已经较高了，这时候就要注意了。投资这样的股票，你以为机会会在你这边，但结果却往往并非如此。相反，倒是应该对大多数人不看好的股票，要相信自己的独立判断；如果你是正确的，你就有机会获得丰厚收益。

⑤廉价购买

所谓廉价购买，是指购买价值过低或廉价的股票。

格雷厄姆说，许多股票往往不被投资者看好，所以它的价格很低，这时候买进它实在是一种有理性、有勇气的表现。这种廉价往往出现在两种情形下：一是股市低迷，二是这只股票或行业略呈不景气。

他说，如果你购买的廉价股票决策是正确的，那么当股指较低时购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买，收到的获利回报会更高。

他举例说，1960 年美国股市中几家大的石油公司股价下跌得很厉害，其原因并不是这些公司的地位在下降，而是没有引起投资者足够的热情和兴趣，用华尔街上的术语说就是缺乏“性吸引”。其中，有一家最重要的上市企业新泽西标准石油公司，股价只有利润的 1/12。到 1963 年，当该公司利润达到历史最高水平时，它的股价比 1960 年时上涨了 1 倍。他总结说：

进攻型投资者应该购买的证券包括：

①政府债券和（或）免税证券；

②各种最主要的普通股，或主要的投资基金股；

③成长股，但要小心；

④重要的上市公司股票，它们不被其他投资者看好所以价格大大低于平均收入增值率；

⑤在廉价水平上购买二级普通股、公司债券和优先股；

⑥一些特殊的可转换债券。

不应该购买的证券包括：

①投资级别的公司债券和优先股，除非它们的税后收入和高质量免税证券的收入相当；

②那些比平均收入增值率高得多的价格出售的热门股票；

③二级普通股，除非价格特别低，一般不买普通股的新股（不包括主要证券认购股权的行使）。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者要想获得更高回报，就必须努力成为进攻型投资者。进攻型投资者的投资技巧很多，最主要的还是买入价格大大低于其内在价值的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧五

谨慎预测：

不轻易相信公司发布的财务年报

格雷厄姆认为："对以往的记录所进行的费尽心机的研究的唯一实际价值在于，这种研究或许能够给未来的发展提供某种线索。"他说，股票投资及财务年报都是"别人设计好的游戏"；显而易见，要想在别人设计好的游戏中取胜，有多么不容易。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票投资是别人设计好的游戏

如果投资无利可图，而投机又充满危险，聪明人该采取什么对策呢？也许应该把注意力集中到那些价值被低估的证券上来——那些通过仔细的分析而发现它们的市场价格低于内在价值的债券或股票……不可否认，寻找低价证券的做法也容易出错，而且在近年的金融市场中实施起来也比较困难，且效果不尽如人意，但在通常情形下，这种做法可以产生较好的平均效果。而最重要的是，它代表了一种基本稳健的态度，成为在投机热潮中的一种有效保护手段。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆的投资策略一贯是稳健的，也许这是基于他早期在纽伯格公司的经历和教训，以及 1929 年美国股市大崩盘的情形，养成了这种非常谨慎的投资习惯。在他的员工包括巴菲特看来，这种谨慎称为“过于保守”也不为过。

舒勒斯在格雷厄姆手下没干多久时，就向格雷厄姆推荐了一家名叫哈罗伊德的上市公司，当时的股价是每股 21 美元。可是格雷厄姆认为，该公司的专利产品仅仅是静电复印技术，根本不值 21 美元，所以拒绝了。

舒勒斯后来遗憾地说，如果格雷厄姆听了他的话，他保证能以每股 50 美元的价格卖出去，股价涨到 3000 美元也说不准。事实上，该公司在整个 20 世纪 30 年代每年都在支付红利。

巴菲特则认为，格雷厄姆的过于谨慎甚至有自我封闭的意味在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，格雷厄姆的投资基本上都是投小公司，他从来就不赞成员工去上市公司参观，说这种参观容易受上市公司蒙蔽，从而上当受骗；如果不去参观，反而“眼不见为净”，有助于自己独立思考。

格雷厄姆的观点是：“在评价大公司时，管理是一个重要因素，它对次等股票的市场价格也有重要影响。从长期看，次等公司的价值不需控制，因为如果管理不善，会有自动的市场力量促进它改进，从而改善公司的价值。”

格雷厄姆 1956 年退休后，关掉了合伙公司，巴菲特也回到了自己的家乡奥马哈。这时候，格雷厄姆反过来成了巴菲特的客户之一，经常委托巴菲特为自己的账户买进一些股票或债券。

在巴菲特的办公室里，挂有一张格雷厄姆和一群学生的合影。那是 1968 年美国股市动荡不安时，这些学生感到迷茫，迫切希望听听老师格雷厄姆的意见。在他们看来，在当时动荡的股市中，只有格雷厄姆最了解股市和债券，而他们也最相信格雷厄姆的见解。

这时候巴菲特的合伙人公司控制着 1.05 亿美元资金，在过去 12 年中，他已经保持了 29.5%的年平均回报率，当然还想继续保持这一成绩。这时候他提议，我们去请教格雷厄姆，看看老师怎么说。

于是，他打电话给已经退休在家的格雷厄姆，说：“您以前的几个学生要来看你，你肯和大家见面吗?”格雷厄姆爽快地说：“当然可以。”接下来，巴菲特打电话通知了 12 位同学——他们在格雷厄姆面前是学生，可是在美国华尔街上，个个都具有超级投资明星的美誉——毫无疑问，每个人都赞同这一提议。

接下来，这些人从美国各地赶到拉斯维加斯会面，一起交流了好几天，然后于 1968 年 1 月 26 日去拜访格雷厄姆。

之后，这样的聚会每年都有一次，有时候是两年一次，私下里人们称他们是“巴菲特集团”。人数也从最初的十几个人，扩大到最多时的 60 多人，包括华盛顿邮报的出版商、可口可乐公司前主席、微软公司创始人比尔·盖茨等在内，地点当然都是一些豪华旅游胜地了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值得一提的是他们去拜访格雷厄姆的第一次聚会时，格雷厄姆给他们设计了 20 道题目，要考考他们。这些题目都是一些简单的是非题，格雷厄姆事先就告知，这些题目中有一半是对的、一半是错的。测试表明，即使这些超级投资明星们，大多数人也得不到 50 分，即正确答案不满 10 个。

格雷厄姆笑着说，其实傻瓜都能得到 50 分——如果你闭着眼睛全部选对或全部选错的话——这就很清楚地表明，游戏从来都是聪明人设计的，如果你想玩“别人”设计好的游戏，可没这么简单。

他的话的真正含义是说，当时股市中的虚假财务报告比比皆是。这就像他们设计好的游戏一样，如果你要在这场由他们控制的游戏中取胜（投资取得盈利），并不是那么简单的。

巴菲特始终认为，自己能成为格雷厄姆的学生和接班人非常幸运，但他绝对不会盲从老师。也正是如此，他才能成为当今全球首富，全球最伟大的投资家。他在 63 岁时曾经说过这样一句话：“如果我完全听从格雷厄姆，一定会比现在穷得多。”

格雷厄姆投资智慧结晶

俗话说，小心驶得万年船。格雷厄姆投资证券一直非常谨慎甚至保守。因为他知道，要想在别人设计好的游戏中取胜，并非那么容易。宁可少赚钱，也要保住本金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要想预测股市常常会出人意料

华尔街的许多权威拒绝把股市作为一个整体来分析，理由是平均数或指数包括了许多不同的和相反的个体情况，从而使综合结果失去意义。他们认为，人们不买平均指数，而只买相当少的个股。但我一般不这么认为。平均指数的走势和把所有投资者当做一个共同基金来看的投资成就惊人的相近。当这些指数发生大的升降后，个股的大多数也会发生类似的波动，虽然幅度不可能统一。更重要的是，至少在过去，投资者根据其综合收入和股利、债券的利息率等，并通过观察这些平均指数的走势，得到了许多有价值的信息，从而采取谨慎的行动。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者预测股市的总体走势是有价值的，至少可以从中得到许多有价值的信息，从而帮助自己下一步采取谨慎行动。

不过他又指出，对股市总体走势的预测常常会出人意料，所以既不能一概相信，也不能完全不信。

他说，投资者在1948年道·琼斯工业平均指数为180点时，就怀疑这样的指数是不是太高了？到了1953年，该指数上涨到275点时，又产生了同样的怀疑。这样的怀疑是有理由的，因为毕竟5年内股指上涨了50%。可是如果由此判断在接下来的5年中股指仍然会上涨50%的话，就没有任何根据了。事实上，接下来5年后的1959年初，该指数达到584点，上涨了112%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所以，格雷厄姆当时警告说，总的来看，他不得不认为这样的股票指数太高了，很危险；处于这样的高位，很难保证投资者都能从中获得巨额利润。

事实证明，格雷厄姆的这种警告是有先见之明的。1961 年，道·琼斯工业平均指数先是上涨到 685 点，然后就跌回到 566 点，低于 1959 年的高点；接下来又上涨到 735 点，然后又在 1962 年 5 月跌到 536 点，短短 6 个月间下跌幅度达到 27%。

格雷厄姆说，伴随着这种股指涨跌，大多数股票的价格都是随之起伏的。投资者无论购买什么样的股票，都可能随之经历“过山车”。

以著名的上市公司 IBM 为例，1961 年 12 月它的股价还有 607 美元，1962 年 6 月就跌到 300 美元。其他一些新发行的小盘股（热门股），更是彻底崩溃了，许多股票的跌幅竟然高达 90%，股价不到原来的 10%，只相当于原来的一个零头。

面对这样的股市震荡，可以说对投资者的考验不是灾难性的，也会惊慌失措。如果投资者经受不住这样的考验，就会造成巨额亏损；而如果经受得住这样的考验，则可能不但安然无恙，甚至还能获利颇丰。

例如，道·琼斯工业平均指数 1961 年 12 月是 735 点，1962 年 6 月就下跌到 536 点，然后在 1964 年 9 月迅速攀升到 892 点；标准·普尔 500 综合指数 1961 年 12 月是 72.64 点，1962 年 6 月就下跌到 52.32 点，然后在 1964 年 9 月迅速攀升到 86.28 点。

这种令人跌破眼镜的股市震荡，只说明一点，那就是股市波动常常出人意料。因此，股市预测也会如此。

事实上，当时没有任何人能预测到股市会是这种走势。相反，当 1962 年 6 月股市处于最低水平时，大家纷纷预测它还会继续走低；当 1962 年年末股指稍稍收复后，大家又感到迷茫起来，纷纷怀疑“红旗还能扛多久”？当时间进入 1964 年年初，投资者的态度才变得比较乐观起来，纷纷预测接下来会是一个大牛市。不用说，后来的事实表明确实如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆由此总结道：预测股市应该基于以下3点，缺一不可：

①事实；

②足够的可能性，以便能确保可以依此作出决策；

③脑中闪现。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者投资的虽然只是少数几只股票，可是对整个股市大盘的预测还是有用的。不过要注意，股市走势常常出人意料，所以对预测不能信以为真。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资预测一定要有可靠依据

值得一提的是，如果投资过于依赖质的因素方面的考虑——也就是说，如果证券的价格高于其统计数字本身可以合理支持的水平——则分析的基础就会发生动摇。用数学的语言来说，一份令人满意的统计数字虽不是作出有利结论的充分条件，但却是必要条件。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，要正确进行投资预测、判断某只股票是否有吸引力，一定要有建立在对过去资料分析、研究之上的可靠依据，其重点是分析该股票的内在价值和目前股价之间的关系。

而分析其内在价值，通常是首先测定该股票未来几年内能够达到怎样的市场平均收益，然后再测算其资本比率关系。

他举例说，如果投资者在 1958 年时对通用汽车公司股票进行预测，首先应该以它过去几年中的平均收益 2.73 美元为依据。如果投资者根据该数据，预测该公司 5 年后的每股收益将能达到 3.50 美元；同时，假定 1963 年该股票的价格能达到收益水平的 13 倍，那么就可以预测其股价将能达到 3.50×13=45.50 美元。

而实际上，通用汽车公司股票的平均价格 1963 年为 43 美元，最低价为 34 美元。这时候投资者会说自己高估了该股票。不过，无论高估还是低估都是正常的。因为既然是预测，那就不是过高就是过低。

事实上，又有谁能判定，通用汽车公司 1963 年的总收益能达到 1.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元、每股收益高达5.5美元呢？1964年，它的股价高达102美元，更是没有人能事先预料得到！

那么，投资者怎样才能比较准确地判定某只股票在目前价位是否具有投资吸引力呢？格雷厄姆说，投资者能依靠的只能是以下三方面的资料。

①上市公司过去的业绩记录；

②已经知道的、一般被公认为会影响到将来业绩增长的相关因素；

③由“专家鉴定报告”得到证实的相关事项。

他说，任何有依据的股市预测，都必须建立在密切关注过去实绩记录基础之上。根据他的经验，凡是建立在过去平均收益基础之上的预测，总会比乐观主义或悲观主义者的凭空想象要准确得多。

除了通过具体数据预测股票投资的吸引力，格雷厄姆还非常擅长于综合考虑其他因素。不过他的缺点是，虽然他有明确的选股思路，可是当遇到别人有不同意见时，就会尊重别人意见，选择妥协；即使他认为自己的观点肯定正确，也会如此。

例如有一次，美国钢铁公司决定溢价收购联合钢铁公司，而美国钢铁公司这只股票格雷厄姆已经研究多年，对它很熟悉，所以他认定这是一次非常好的套利机会。

方案报给董事会后，董事会不同意。他们主要担心美国最高法院最终会以违反《反托拉斯法》的理由驳回这次收购行为。如果是这样，这时候的股票投资就会打个水漂。

可是格雷厄姆认为，这种情形不会出现。为此，他甚至点名列出了哪些法官会投赞成票、哪些法官会投反对票，从而得出结论说，最高法院最终会以5票对4票通过这项收购案的。

为了慎重起见，董事会决定聘请一位对《反托拉斯法》有深入研究的专家进行咨询。这位专家同样认为，最高法院最终会以5票对4票否定这项收购案的。

格雷厄姆虽然坚信自己的预测是“正确”的，却只能服从董事会决



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定，马上抛掉一半股票。

最终结果正如格雷厄姆预测的那样，最高法院以5票对4票通过了这项收购案。

由此可见，建立在可靠基础上的投资预测，才会具有可靠的结果。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资预测一定要有科学依据，不能人云亦云，更不能凭空想象。建立在对过去资料分析研究基础之上的预测，虽然仍然有误差，却是可信的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从财务年报附注中发现问题

分析家面临的第二个主要问题是，这种既往记录在作为未来收益的指示器方面的功效。目前，这个问题是证券分析领域中最为重要但也是最不尽如人意的环节。说它最为重要是因为，我们对以往的记录所进行的费尽心机的研究的唯一实际价值在于，这种研究或许能够给未来的发展提供某种线索；说它最不尽如人意，理由是这些线索从来都不是完全可靠的，而且常常被证明是毫无价值的。这种缺点严重损害了分析家工作的价值，不过并没有完全消灭这种价值。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者分析股票和股市，当然离不开对财务年报的分析和研究。可现在面临的问题是，一方面，这种分析和研究无疑是有价值的；另一方面，这种价值对未来该股票走势究竟有多大作用又值得怀疑。

要解决这一矛盾，很重要的一点是从财务年报附注中发现问题。如果仅仅看资产负债表、损益表而忽视附注，有时候会步入歧途。

他举例说，美国股市中有一家上市公司名叫夏威夷轮船公司(AHS)。它在1940—1947年财务年报上的每股平均收益反映为4.25美元，红利分配为3.20美元。1947年年末，该股票价格为39.5美元，当年每股收益3.85美元，红利分配3美元。

综合各种信息表明，当时的美国商业船队在经营业绩方面并没什么出色表现，这样的股票对投资者也没什么吸引力，该公司年报中也是这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



样认为的。并且提请注意，该公司在第二次世界大战前的9年中几乎没什么利润，而同期股市中的大多数股票的利润都要比公用事业类股票多。

然而，细心的投资者会从该公司财务年报附注中发现，该公司拥有大量额外资产，其数量相当于库存现金，约有800万美元，纳税后有550万美元之多。分摊到普通股上，大约为每股14美元。所有这些都没有反映在资产负债表中，所以仅仅看资产负债表是发现不了这一问题的。

格雷厄姆发现，这部分额外资产主要包括以下四部分。

①租金和船的征用费。这部分资金原来是政府拨给公司的，由于公司认为数量不足而拒收了，后来又重新申请到了更多补偿。

②债权，即接管船只以及其他公司还没有偿还的债务部分。

③公司拥有的、超过成本的股票增长市场价值。

④税务部门已经承认多付，但还没有退还的税款。

他指出，与这些额外资产总值相比，更令人关注的是资金结构。要知道，在该公司账内、账外加起来大约3100万美元的净资产总量中，大约有2800万美元是流动资产，并且绝大部分是现金。

这说明什么呢？这很好地表明了该股票的价格中，每1美元都对应着将近2美元的流动资金。并且，1947年所创造的绝大部分收益实际上只是少量运输业资金运用的结果。

根据这一发现，格雷厄姆重新调整了AHS公司的相关业绩。

1939年年末，该公司股票每股应该含有10美元周转资金、12.5美元固定资产，合计22.5美元；而当年的股票收盘价为28.5美元。

8年后的1947年年末，该公司股票每股含有72美元周转资金、5美元固定资产。

在这8年间，该股票的累计分红高达26.5美元，流动资产增加了62美元。这表明，这时候该股票的投资者地位已经得到大大提高，而这是不可能反映在财务年报中的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的分析、对比容易得出结论：AHS 股票在 1947 年年末每股 77 美元的内在价值，已经大大超出每股 39.5 美元的收盘价，而不是像原来没把这部分额外资产计算在内时所看到的那样“乏善可陈”。

后来该公司的股价走势很好地反映了这一点。在 1947—1953 年间，该公司每年都保持着 3 美元的红利分配，与此同时，股价也从 39.5 美元一路上升到 60 美元。随后，由于一系列投机事件的发生，股价在 1957 年攀升到 142.5 美元，然后在 1958 年末回落到 91.5 美元。

1959 年初，该公司提出以每股 105 美元的价格收购投资者手中的股票，超过一半的投资者以这个价格进行了交易。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，对于一些业务结构复杂的上市公司，要特别关注财务年报中的附注说明。对它们的财务预测依赖于特别的资产负债运行，而不是未来收益能力。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



掺水数据容易导致投机性操作

我们指出了将分析技术应用于投机性场合的努力所面临的固有的困难。由于普通股是投机性因素特别密集的领域，因此对这种证券的分析往往是没有定论和令人失望的。甚至可以这样说，只要这种分析得出了看似确定的结论，那么这种结论就很可能存在误导的危险。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股市大盘和个别股票都很难进行分析和预测，究其原因在于它的投机性太强。尤其是根据财务报告中的掺水数据所作出的预测和判断，更容易导致投机性操作。

他甚至说，如果你从股票名单中随意抽出一只股票，那么，无论你对该股票进行多么精密的分析，都不太可能得出它是否值得购买或者它的真实价值有多少的可靠结论。

格雷厄姆的经历表明，如果考察一下股票分析史会发现，在它过去的 30 年中，一直存在着两个相互冲突的因素。

一方面，普通股作为一个整体，收益日益丰厚、股利支付准时、财务实力雄厚的股票数量越来越多，从而导致越来越多的人关注股票投资，就连这些上市公司财务报告的公布频率和内容也有了大大改进，这为投资者分析、研究股票创造了有利条件。

另一方面，在股市发展如火如荼之际，出现了许多影响广泛、断言股票能够给投资者创造卓尔不凡业绩的所谓投资理论。以至于这些理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慢慢背离了以事实为根据，越来越依赖于潜力和预期因素作判断，从而使得这种分析和判断越来越离谱。

格雷厄姆认为，股市大盘是很难进行分析和预测的，究其原因在于它的投机性太强。他说，如果投资者通过对 1920 年左右美国股市中的几只股票进行对比分析，就会更好地理解这个问题。

例如，当时有一家上市公司叫美国罐头公司，就是一只很典型的股票。有这样 3 条可靠而充分的理由能证明这是一只投机性很强的股票：一是它不支付股利；二是它的每股收益很低，并且没有规律；三是它的财务报告数据中有许多水分，其中相当一部分缺乏对应的真实投资。

所以，如果你考察它在第一次世界大战前 10 年间的股价变动范围会注意到，它的股价年复一年地以投机面目出现，而且波动剧烈。有关股票品质分析和投资之间的关系、价格变化和投机之间的关系等观念，在它身上很难得到确认和衡量。

综上所述，格雷厄姆认为，如果某只股票的价格变动范围很大，并且不是明显围绕某个基价上下波动，股利支付和收益又很不稳定，那么这样的股票投机性就很强，就很难被人分析和预测。

在当时的美国股市上，有一种被广泛认可的观点认为，如果对股票、股市的分析大部分依据来自对该股票的预期，而不是过去发生的事实，那么这种分析主体就是一种投机态度。

因为从词源学角度看，投机本来就意味着对未来的前瞻；而投资则是一种承袭于过去的财产权和价值的“被赋予的利益”。显而易见，既然投机是没有规律的，谁又能预测它呢？

他说，如果要从投资角度去预测股票和股市，那么不妨借鉴收购私营企业时采用的做法。如果你要收购一家私营企业，一定会首先看它的财务报告，从资产负债表上显示的“净资产”入手；然后考虑一下，该企业的历史记录和发展前景是否足以保证你的收购行为有利可图？

当然，这时候你的收购价格既可能低于净资产，也可能高于净资产，但一定是从账面价值为出发点的。在达成或评判收购交易时，最后



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的价格说到底不过是账面净资产价值的溢价或折价。

回到股票分析和预测上来。投资者是否愿意并值得购买某只股票，第一个出发点是看它的面值，有没有达到该公司的现金和财产初始价值。第二个出发点是账面价值，即这只股票的面值加上累计盈余中的估算权益。无论怎么说，你都得问一问：以高于账面价值的溢价或低于账面价值的折价购买该股票，真的是否值得？

当然，在这个过程中，你必须证实该公司资产负债表披露的资产价值是否和真实成本或合理价值相符，以避免水分太多的数据蒙蔽了你的双眼。

他认为，归纳起来可以说，股票投资应当具有以下三重标准：一是适量的、准时的股利回报；二是稳定而充足的收益记录；三是要有足够的有形资产作保障。如果达不到这 3 条要求，就可以认为是投机；既然是投机，那么也就用不着有过于严密的分析作支持了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股票和股市预测本来就非常困难，因为它的投机性太强；而现在如果你又碰上有水分的财务年报，要据此作出决策就更容易导致投机性操作了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券投资主要预测其安全性

最可靠的并因此最受尊敬的证券分析，是关于债券发行和具有投资价值的优先股安全或质量方面的分析。公司债券常使用的主要指标，是过去一些年头中所得收益与总利息相比的倍数；在优先股方面，则是收益与利息及股利之和相比的倍数。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，最可靠的证券分析，体现在有关债券发行和优先股安全、质量方面，因而这种分析和预测最受人尊敬。

究其原因在于，债券和优先股的投资风险一般来说要小于普通股，所以这种分析和预测要相对容易、准确一些。

他着重指出，证券分析实际上带有很大的随意性，并没有一个放之四海而皆准的统一标准。显而易见，每一位证券分析师所采用的标准也是有所不同的。

格雷厄姆在《证券分析》一书中，着重介绍了他在判断债券投资安全性方面的标准。他说，公司债券经常使用的主要指标，是过去该债券所得收益与总利息相比的倍数；优先股经常使用的主要指标，则是所得收益与股利之和相比的倍数。

他举例说，在20世纪50年代末的7年中，公用事业类公司债券和优先股的税前收益与总费用之间的最低比率平均为4倍，如果用“最差年头”的数据来测算，则是3倍。其中，由于优先股红利需要交纳个人收入调节税，而债券利息收入不用交纳调节税，所以其中的优先股红利



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是按双倍来进行测算的。

采用上述这种计算口径和方法，铁路类公司债券和优先股的倍数分别是 5 倍和 4 倍，工业类公司债券和优先股的倍数分别是 7 倍和 5 倍，零售业类公司债券和优先股的倍数分别是 5 倍和 4 倍。由于某些行业具有特殊性，所以在这其中并不包括公用事业类控股公司、金融公司、不动产公司等行业在内。

从中容易看出，用 7 年的平均数据所得到的计算结果，要高于“最差年头”计算结果的倍数；也就是说，如果用“最差年头”的数据作为评判依据，所得到的债券投资安全性更高。

那么，从过去和现在看，通过上述方法评判所得到的这种安全性究竟有多大呢？格雷厄姆说，从历史经验看，债券和优先股已经经历了令人信服的安全性测试，依据这样的数据得到的结果应该说十分可靠。

这一点，尤其体现在大部分铁路债券和优先股评判方面。

究其原因在于，发行铁路债券的上市公司，通常是一些破产或严重亏损企业。这些公司的负债在一个相当时期内过高，在一般繁荣期阶段，会显示出固定费用不适当的支出；如果用非常精确的安全性测定来衡量，这样的股票每只都是困难重重。所以你能看到，在 20 世纪 40 年代和 50 年代初，美国股市上有大量的铁路重组股，就是这样造成的。

只是由于这些公司属于公用事业类，而当美国证券与外汇管理委员会设立后，就没人听说过一个完全资本化的公用事业公司会遭到系统财务清算的说法。说得更直接一些就是，国有铁路公司哪怕财务状况再糟，也不会发生破产、倒闭结果，而只能重组。

但是格雷厄姆指出，简单而令人信服的债券投资安全性测定，能够警示投资者远离这样的证券。道理很简单，因为投资这样的债券和优先股无利可图，甚至还要亏损。既然这样，又何必在一棵树上吊死呢？

格雷厄姆说，每种类别的债券和优先股在这方面的表现是不同的。如工业类债券和优先股，虽然从整体上看，其收益会比铁路和公用事业类债券和优先股强得多，可是从内部结构看也不能一概而论。工业类股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票中的私营企业和商业企业，收益水平就较低，而且具有不稳定性，经受不住严重经济衰退造成的冲击。

他说，对债券投资所作的分析预测，最主要的是要考虑收益因素。所以投资者在考虑上述常用指标时，同样有必要关注债券和优先股收益分析中的其他指标，如企业规模、股权比率、财务价值等。

企业规模大小不同，但总得达到这个行业最低规模标准，才能产生规模经济效益。股权比率是指股市总价值与账面债务两者之间的比例关系，或者债券加优先股的比率，它主要粗略反映债券和优先股的安全性；财务价值可以通过资产负债表计算出来，也可以通过资产评估得到数据，它能在某种程度上反映债券发行中的安全、保护作用大小。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，证券分析在债券和优先股方面最可靠。总的来说，投资公用事业、不动产公司、投资公司的风险较小，投资私营企业、商业企业的风险较大。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



千万不要盲目听信股评家建议

如果投资者主要是根据别人的建议来进行投资，那么他必须要将自己和投资顾问的行动严格限制在标准的、保守的甚至是不可想象的投资形式上，要么他和其投资顾问有极其亲密的关系或通过其他渠道对其有相当的了解；但如果投资者与投资顾问仅仅为一般商业或专业关系，那他得到的建议只能在一定程度上增加他的知识和经验，从而使他有能力形成自己独立的见解，以便从防御型的投资者变成进攻型的投资者。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者对股评家的建议不是不能听，关键在于怎么听。如果股评家不是投资者关系特别亲密的人，那么这种建议哪怕最有价值，也只能起增强知识和经验的作用。也就是说，投资者在听股评建议时只能作为参考；最关键的决策，还是应该自己来承担。

格雷厄姆说，投资者要选择到合适的股评家和选择到合适的股票一样困难。在作出投资决策时，应该对所有人的意见持一种谨慎态度，包括客户经纪人、证券销售商、专业投资顾问。即使他们能对你的投资决策作出获利多少的保证，也不能盲目听从他们的建议。

他说，究其原因在于，绝大多数投资者都是业余的；但这种“业余”性质，并不构成你应该听取“专业投资顾问”指导建议的理由。

为什么这么说呢？他认为：

首先，如果你认为这些专业投资顾问会告诉你怎样投资才能赚钱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种想法本身就是“很傻、很天真”。

做生意的人都知道，他们会就各种商业问题进行咨询，但不会希望别人告诉他怎样才能获得利润。道理很简单，因为这是他们自己职权范围内的事，究竟如何抉择，要靠自己把握。既然如此，作为投资者的你也就别指望能从别人嘴里或者指望别人手把手地教你赚钱。

其次，如果你认为通过股票投资能够获得正常收入，那就已经形成了投资顾问的概念。因为投资顾问具有良好的训练和丰富的经验，能够保护投资者少犯错误，至少是不犯那些致命性的错误。

可是应当注意的是，如果你要求获得比“正常收入”更高的投资回报，或者投资顾问承诺你能获得比“正常收入”更高的投资回报，这时候你更应该考虑的是：你的要求或者对方的承诺能不能使你获得比“正常收入”更高的投资回报？

最后，真正的专业投资顾问是那些已经建立自己的咨询公司、每年要收取大额服务费的人，他们的承诺和收费才是合理的。

但应注意的是，真正有信誉的咨询公司不会声称自己过去的成绩如何辉煌，而只会以谨慎、保守、能力为荣。并且，他们的主要目标是多年来一直能保持本金的价值，然后在此基础上产生保守的、合理的投资回报；他们也确实想让投资者获得巨额利润，以便他们自己能获得更多佣金。但这种咨询公司的作用，主要是避免投资者犯致命性错误。

格雷厄姆说，他很难评判那些专业投资顾问机构给投资者提出的关于个别股票的建议。因为每个机构都有权独立进行判断，而这些判断基本上是基于它们多年来对股票市场的大范围研究。

格雷厄姆认为，就他的经验而言，他认为这些机构涉及的范围太大，从而降低了他们对投资者提出的建议的价值。

例如，这些专业机构普遍认为：只要上市公司近期的发展前景不错，就应该买入它的股票；相反，就卖出它的股票，而不管当时的股价如何。他说，类似于这种肤浅的投资原则，经常使得他们的建议并非那么合理，至少是不值得理性投资者加以参考。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他认为，对于生活在小地方的投资者来说，与当地银行家探讨一下股票投资问题是较好的做法。虽然这些商业银行家对股票投资不一定完全在行，但他的职业经历会注定他是有经验的，至少是谨慎的。他们的建议，对缺乏投资技巧的股票投资者来说特别有帮助。

此外，如果是向亲朋好友咨询股票投资建议，应该采取更严肃的态度。就他的观察而言，通过这种渠道得到的建议往往是没用的。

格雷厄姆投资智慧结晶

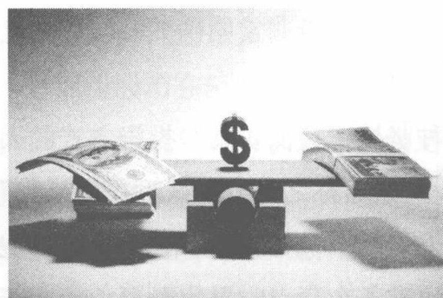
格雷厄姆认为，投资顾问的建议不是不能听，关键是怎么听。任何人的建议都要化成自己的观点才能真正起作用。尤其是对“专家”的建议，不要轻易相信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

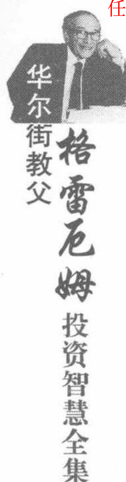
格雷厄姆投资智慧六

不钻牛角：
评估价值允许有20%的误差范围

格雷厄姆认为："你不可能准确地知道一种简单的价值，要给自己一个20%的误差范围，然后说，'合理的价值就在这个范围里'。"他说，既然你不能完全精确地计算出某种股票的内在价值，那就不要去钻牛角尖，着重点放在判断股价过高或过低就行了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公式型投资者往往容易失败

股市总是特别偏爱投资于估值过低股票的投资者。首先，股市几乎在任何时候都会生成大量的真正估值过低的股票以供投资者选择。然后，在其被忽视且朝投资者所期望的价值方向运行相当长时间以检验他的坚定性之后，在大多数情况下，市场总会将其价格提高到和其代表的价值相符的水平。理性投资者确实没有理由抱怨股市的反常，因为其反常中蕴涵着机会和最终利润。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股市总是特别偏爱那些购买估值过低股票的投资者。只要坚持做到这一点，就会大大增加盈利机会。并且，不论什么时候，股市中总会有这种估值大大低于股价的股票供选择。套用一句名言就叫：“股市中不是缺少物有所值的股票，而是缺少发现。”

他认为，投资股票时参考股价与价值之间的关系，要比纯粹地买低卖高可靠得多。虽然买低卖高在理论上行得通，可是实践中很难做得到。即使是在牛市、熊市这样非常明确的波段中，这种操作方式也仍然是不明确的，所以经常会遭失败。

格雷厄姆把这种坚持“买低卖高”投资方式的人称之为“公式型投资者”，把这样的投资策略称之为“公式型投资计划”。

他举例说，1949、1950 年美国股市大涨时，公式型投资者纷纷制订公式型投资计划，准备在高点时抛售股票，然后等股市回落时买进股票。结果怎么样呢？最后的事实证明，反向操作才是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆解释说，所有这些公式型投资计划，除了美元的平均值以外，本质上看都是当股市上涨时进行减磅操作。当多年过去后，回过头来看这样的操作计划确实没错，可是要知道，如果所有投资者都这样想，这种计划本身具有的优越性也就荡然无存了。

在20世纪50年代中期，许多美国投资者突然发现，他们几乎都是在同一时间离开股市的。毫无疑问，这时候的他们已经在股市中赚到了丰厚回报；可是从另一方面看，不是他们离开了股市，而是股市“离开”了他们——从此以后，按照他们的投资“公式”，他们再也买不到比过去价位更低的股票了——股市抛弃了他们。

他说，这些公式型投资者的经历与20年前道氏理论的信奉者经历完全相似。由此可以得出结论说，股市中任何一种“有效”方法流行开来后，就表明这种方法“失效”的时候也到了。

格雷厄姆由此认定，对于进攻型投资者来说，如果仅仅局限于利用市场周期性波动，在低价位时买入股票、在高价位时卖出股票，这种投资方式是不可行的。

换句话说就是，“买低卖高”策略只能用于个股，而不能用来衡量整个股市。格雷厄姆认为，这时候研究个股，尤其是那些不被市场看好的低价股，会找到许多获利机会。

这些低价股不是其本身经营状况不好，而是因为它们不被投资者和技术专家所接受，或者知名度不高被人忽视了。

投资者这时候买入这样的股票，只要不是寄希望于股价马上有一个大幅度上涨，那么，理论上说，他总会等到这一天的。

之所以这样说，是因为股市在经过了相当长的一段时间后，股价总会趋近于它的内在价值。虽然这种时间长短不能确定，有时候甚至要延迟好些年，但它总是会光临的。

格雷厄姆自己的投资经验表明，一只被充分低估价值的股票要得到市场修正，平均时间通常在0.5年到2年之间。

他特别提醒投资者，在美国股市中，道·琼斯工业平均指数中那些



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



被认为前景不好的股票中，相当一部分是估值过低的。

他说："在过去30年，如果注意投资于这类不被普遍接受的普通股，就会获得惊人的高利润。"

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，低价位买进股票高价位抛出，说起来容易做起来难。与其进行这样的公式型投资，不如把精力放在挖掘估值过低的股票上，这时候的投资回报更惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价变动实在令人捉摸不透

通过研究 1924—1959 年的价格变动记录，我们看到没有人能预知股市价格变动的范围，但我们可以假定未来价格很有可能也像 1924—1959 年一样变动，而不是偏离这一模式。所以，即使投资者不能或不愿意用这些典型价格变动知识去获利，但将其作为未来变化的心理准备是必要的。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，他通过对美国股市 25 年间的价格变动规律研究发现，谁也无法预知股价今后将会怎样变动、变动的范围在哪里。唯一可以预知的是，今后的股价变动也会像过去那样令人捉摸不透。

他认为，股票的投资价值关键在于该股票的盈利能力；投资者能确定的也只是这种盈利能力，即未来预期平均收益。当然，在考虑某只股票的盈利能力大小时，同时必须考虑该股票在当时的宏观经济背景下会有怎样的表现。

从这一点看，股票的价值或内在价值与整个股市大盘的走势之间并没有什么直接关系。并且，投资者如果对其内在价值的误差不超过20%就非常难能可贵了。

说得更明白一点就是，某只股票的内在价值是与整个股市大盘走势没关系的。或者说，由于整个股市下跌而导致该股票价格下跌是可能的，但不能表明该股票的内在价值也在下跌；恰恰相反，由于股价的下跌，该股票的投资价值还会不断上升。同样的道理，由于整个股市上涨



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



而导致某只股票价格上升，并不表明该股票的内在价值也在增加；恰恰相反，还很可能会因为股票价格的上升导致投资价值下降。

格雷厄姆认为，明白了这一点，投资者就会发现两个问题。

一方面，如果有人要从整个股市走势去分析、判断某只股票的内在价值，这是徒劳无益的。

另一方面，要研究某只股票的内在价值，就必须研究它的基本面。只有确定它的投资价值，把内在价值与当时的股价高低结合起来研判，才算是抓住了问题的关键。而在这其中，盈利能力是考虑的主要因素。

他说，股票价格和内在价值的偏离是相当明显的。股票价格对定期或近期收益的变化，哪怕非常细微，也会作出强烈反应。

也就是说，当股票内在价值有一点点下降时，股价就可能会出现明显下跌；相反，当股票内在价值有一点点上升时，股价就可能会提前出现明显上涨。尤其是后者，这种敏感性更强。

他举例说，美国股市中有一家著名的连锁店 S·H.克雷斯公司，从1924—1945 年的 22 年间，每股年收益是非常稳定的，其中有 16 年每股年收益在 1.93~2.32 美元之间；在其余的 6 年中，最高是 2.88 美元，最低是 1.38 美元。可是与此同时，它的股价先从 12 美元上升到 62 美元，然后又下跌到 9 美元、上升到 48 美元，再下跌到 20 美元、上升到 49 美元。尤其是在 1933—1937 年间，它的每股收益稳定在 2.11~2.31 美元之间，可是股价波动范围却扩大到了 13.5~47.5 美元。

从上述数据容易看出，它的股价变动基本上没有规律可循；有规律的只是它的内在价值，它只值这么多。至于股价波动范围，完全在于投资者的心理变化。

格雷厄姆幽默地说，正因为股价变动让人如此捉摸不透，股市投资才变得有趣、刺激。否则，如果稍懂一点股票知识、股市行情就能取得投资盈利，这样的股票投资一定无趣极了。

看起来这很像美国人喜欢玩的“贝壳游戏”。股票价格有时候反映股市中正在发生的事，有时候则反映即将发生的事，有时候甚至还会反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

映可能发生、可能不发生的事。

这也像一粒豌豆一样，它的灵活跳动是受偶然因素影响的。这种偶然因素可能是今年的股市行情，也可能是明年的股市行情，甚至是若干年以后的股市行情。

所以，投资者可以想见，如果有人想要搞清楚它究竟是什么原因在那里跳上跳下的，实在是一件天大的难事。

引申开来就是，如果投资者仅仅靠自己的思考赢得股市“贝壳游戏”的胜利，是非常困难的。这并不是因为投资者缺乏智力或探索股市的能力，恰恰相反，正是因为有那么多投资者自以为自己“足够聪明”并且企图“战胜市场”，才使得他们在股市面前败下阵来。

用格雷厄姆的话说就是：“现代股市的变动是一种大量技巧运用在狭窄领域的表现。”投资者在这种企图“战胜市场”的过程中，所有的技术和智力都已经相互抵消了，所谓的“经验”、“信息”根本一无是处，甚至还不如抛硬币作决定的正确率高。

所以他说，投资者如果对股市研究得越透彻，就越能发现这样的规律：当你对股市变动的注意较少时，最容易获利。这一结论看起来似乎违反“一般常识”，可事实就是这样。

格雷厄姆投资智慧结晶

股市变动令人捉摸不透，所以投资者根本别想在这方面战胜市场。真正的重点要放在研判该股票未来的预期收益大小，以及它在宏观经济背景下怎样表现。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



主要是判断股价过高或过低

关键的一点是证券分析的目的并不是要确定某一证券的内在价值到底是多少，而是只需搞清楚其内在价值是否足够——例如，足以为其债券提供保障，或足以证明应该购买这种股票——或者是否比市场价格高或低。出于这种目的，一个大概的、近似的内在价值数字就足够了。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股票投资必须评估内在价值，但这种评估的主要作用是用来判断目前的股价是过高了还是过低了。为此，只要能确定这只股票内在价值的一个大致范围，就会对股票投资起实际作用。

他打比方说，如果你要知道面前的这位女士是否达到选举年龄，凭日常经验就可以“分析”出来，而不一定要知道她究竟有多少岁；如果你要知道她的确切岁数，有时候是很困难的。同样的道理，如果你想知道面前的这位男士是不是过胖，同样没必要知道他究竟有多少公斤体重。

1928 年，美国圣路易斯 – 旧金山铁路公司面向社会公众发售大批优先股，股价为 100 美元，年利率为 6%。格雷厄姆认为，该公司在历史上并没有哪年的收入达到固定利息和优先股股利两者之和的 1.5 倍，所以不值得买。投资者没必要精确计算出这家公司的内在价值究竟是多少，就能因为这样的股票投资缺乏安全性而不去投资。

要知道，这样的收益水平扣除债权持有人的利息和优先股股利后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就所剩无几了，这种投资的安全性完全无法得到保证。

与此相反，1932 年 6 月欧文斯 – 伊利诺伊玻璃公司发行的债券，年利率只有 5%，这种债券反而非常值得买。

究其原因在于，不要说正常年景，即使在经济萧条时期，该公司的利润也高达利息的好多倍；仅仅是该公司的流动资产就能保证它发行的债券安全无忧，所以说这是一种安全的、稳健的投资品种。

同样的道理，投资者如果要想精确计算这只股票的内在价值究竟是多少是十分困难的，但如果只是仅仅得出该公司资产价值远远高于负债的结论，就会简单得多。事实上，该债券 1939 年到期时的价格高达 70 美元，到期收益率高达 11%。

1922 年，美国莱特航空公司的股票在纽约股票交易所上市时，发行价只有 8 美元，而它的股利却高达 1 美元，年景好的时候甚至高达 2 美元，平摊到每股身上的现金资产超过 8 美元。容易看出，这只股票的内在价值大大高于市场价格。

同样是这只股票，股价在 1928 年时上涨到 280 美元，而这时候它的每股收益是 8 美元（上一年度是 3.77 美元），每股股利 2 美元，每股净资产不到 50 美元。

在这里，投资者同样不需要精确计算出这只股票在 1922 年或 1928 年时的内在价值究竟是多少，事实上也很难精确计算出这样的数据来。但这不要紧，你只要能得出它 1922 年每股 8 美元的股价非常有吸引力、1928 年每股 280 美元的价格大大超过它实际价值的结论，就够了。

为了评价整个股市的经营业绩，格雷厄姆建立了一套复杂的数学方法来计算股市的真正价值。通过这种方法得出的道·琼斯工业指数，和投资者心目中的价值概念并不一样，它的最大贡献是用来确定股市循环目前处于怎样的位置。

具体地说，如果实际道·琼斯工业指数低于格雷厄姆计算得到的指数，就表明市场价值被低估了；如果高于格雷厄姆计算得到的指数，就表明市场价值被高估了。这种方法非常简单而实用，屡试不爽。当然，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



它同样只能确定股票市场的发展方向和范围，并不能确定每只股票的具体数值。

格雷厄姆在接待一个议会代表团时说："我发明了一种简单有效的方法来确定道·琼斯工业平均指数的中间价值，即，以一流债券利率的2倍为比例，将10年平均的收入资本化。这种方法假设，一组股票在过去10年中的平均收入可以成为确定其未来收入的基础，但这种保守的估计会偏低。这种方法还假设，把一流债券的资本化比例提高1倍，可以适当抵消绩优股票和债券之间存在着的转嫁风险差异。虽然人们或许会在理论上反对这种方法，但是它实际上已基本正确地反映出1881年以来工业普通股票的平均的中间价值。"

格雷厄姆投资智慧结晶

证券分析的目的不是得到具体而精确的数值，而是为了与当前股价作比较，从而判断股价过高还是过低了。做到这一点是可能的，也是最具实际价值的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去的股价变动并不代表将来

能利用价格的周期性波动吗？分析家能成功地利用整个市场的反复扩张吗？经验表明，类似下列程序可以给出满意的结果：①选择一个多样化的龙头普通股清单；②当这些公司的股票价格大大低于其过去7年平均收益的10倍时（比如说7倍），按上面的清单购买股票；③当这些公司的股票价格大大高于其过去7年平均收益的10倍时（比如说15倍），卖出这些股票。这是罗杰·巴布森在许多年前提出的总体操作方案，它在1925年前取得了相当骄人的成绩。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，许多人说股市波动具有某种规律和周期性，如果是这样，那么投资者能否利用这种规律和周期性获利呢？他说，要做到这一点很难。道理很简单，因为过去的股价波动，并不代表将来也会这样。虽然这两者之间具有某种相似性，但历史是不会重演的。他说，这可以从美国通用汽车公司的股价变动上得到证实。

从年销售看，通用汽车公司无疑是美国乃至全球最大的上市公司了。由于它在工业领域内的需求地位和管理政策方面的灵活性，它的年平均收益能力、平均价值一直具有某种相对稳定性；可即使如此，它的每年收益仍然有很大变动，股价变动则更大。

1947年，通用汽车公司虽然前阶段的销售额比过去翻了两番，资产价值也翻了一番，可是由于边际收益率较低、所得税较高，它的每股净收益只上升了20%，导致它的股价与20年前相差不大。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这种内在价值和外在股价的变动关系，实在令人怀疑它在整个产业中能担当如此重要的地位。从它的股价看，1925年只有13美元，1929年就上升到92美元，1932年又下跌到7.5美元，1936年重新上升到77美元，1938年再次下跌到25.5美元，1946年上升到80.5美元，同年又跌回48美元。

如此这般来来回回，它的中心股价基本上处于50~60美元之间。也就是说，投资者如果以高于60美元的价格购买该股票是不怎么明智的，而以低于50美元的价格投资该股票则容易获得盈利。

现在的问题是，这一观点是针对过去25年间通用汽车公司股价变动范围得出的；那么这是否表明，如果投资者以后只要以低于50美元的股价投资该股票就一定能获利呢？显然这是不可能的。

如果有这样一条简单规律，投资股票也就变得轻而易举了。事实上，格雷厄姆说，如果有投资者表明他将来一定会在40美元以下买入该股票，然后等到80美元以上时抛出，他一定会表示怀疑。投资者希望自己在合适的价位或有利可图时买入该股票，这不能表明他精明，只能说他希望掌握好合适的买卖时机。

他说，通用汽车公司后来的股价轨迹充分证明了这一点。

1949年，该股票平均价格为62美元，大致相当于他上面提到的中心价位。当时它的每股收益是14.64美元，然后就呈不规则上升趋势，1963年时达33.3美元。在此期间，它的股价从来就没有下跌到过去的低价位。

也就是说，如果投资者想以上面所说的那种40美元以下的价位买入该股票，永远都没机会。1963年时，该公司股价高达550美元（股票分拆后）。

值得一提的是，即使股价有了这样的大幅度上升，它的市盈率仍然非常低。也就是说，这时候它的股价仍然是偏低的，具有较大的投资价值。如果有人依然希望在它的股价下跌后买入，这样的希望很渺茫。归根到底，以前的经验并不会在未来被克隆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆说，这样的事例并不只有通用汽车公司才有，在股市中实际上具有某种普遍性。

例如，美国股市中有家铁路公司名叫 A·T·&S 公司，它在整个铁路行业中处于龙头股地位。它的股价从 1900 年的 18 美元上升到 1909 年的 125 美元，然后在 1917—1921 年间下跌到 75 美元左右，1929 年猛升到 299 美元，1932 年又迅速下跌到 18 美元，1937 年恢复到 95 美元，1940 年下跌到 13 美元的历史最低价，1946 年慢慢爬升到 121 美元，然后在 1947 年折回到 66 美元，1948 年攀升到 120 美元。

该股价走势在这 48 年间有什么规律吗？基本上没有；如果一定要说有，那就是 1900—1909 年间、1940—1946 年间有惊人的相似之处：前者股价从 18 美元上升到 125 美元，上升了 107 美元；后者股价从 13 美元上升到 121 美元，上升了 108 美元。并且，两者的股价上升势头都非常凌厉，短短几年间就上升了 6~8 倍！

可是，这同样并不能表明两者之间是一种简单的重复。

格雷厄姆投资智慧结晶

投资者能利用股价的周期性波动简简单单地获利吗？格雷厄姆认为，如果仅仅依据股市波动，而不是企业内在价值，是很困难的。要记住，历史不会重演。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对盈利能力的考察必不可少

在投资理论中，盈利能力的概念具有明确和重要的地位。它包含了对数年间实际获得的收益的描述，以及认为除非出现特别情况，否则近似于此的收益将在未来继续出现的合理预期。这种记录必须跨越若干年份，原因是，首先，持续和重复性的表现总要比昙花一现的表现更具说服力；其次，较长一段时期的平均数有利于吸收和中和商业周期的影响。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者必须考察上市公司的盈利能力。当然，这种盈利能力是通过一段时间内的表现观察到的。只有经过一段时间的检验，这些数据才能放心地用于对今后的预测——只要未来没有出现特别情况，这种收益预期就可能会出现。

格雷厄姆说，投资者在考察盈利能力时，一定会遇到两个数字：一是根据一组不相关的数字得到的简单算术平均数；二是具有“正常”和“众数”意义的平均数。毫无疑问，后者才是真正的考察依据。他举例说，在美国股市中有两家上市公司，它们分别是S·H.克雷斯公司和赫德森轿车公司。对这两家公司1923—1932年的每股收益进行调整后，分别得到以下数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年份	S·H.克雷斯公司	赫德森轿车公司
1923	3.39	5.56
1924	3.06	5.09
1925	4.12	13.39
1926	4.65	3.37
1927	5.26	9.04
1928	5.76	8.43
1929	5.92	7.26
1930	4.49	0.20
1931	4.19	–1.25
1932	2.80	–3.54
10年平均	4.36（美元）	4.75（美元）

粗略地看，这两家公司10年间的平均每股收益都接近于4.50美元。但容易看出，S·H.克雷斯公司每年的收益与这个数字比较接近，而赫德森轿车公司每年的收益与这个数字相距甚远。所以在这里，4.50美元虽然与前者每年的业绩实际相比还有较大误差，但还是可以用来作为前者未来盈利能力的预测的，对于后者就不适合了。

格雷厄姆认为，考察上市公司的盈利能力大小，首先，要进行定性研究，分析该公司所处行业及其地位是否稳定、可靠。否则，过去的业绩记录就不能作为预测今后业绩的参考。

当然，即使是业务性质比较稳定的上市公司，每年的经营业绩也可能起伏较大，但这是另一回事。根据他的经验，类似于连锁超市、钢铁公司等都是业务性质比较稳定的行业，而汽车公司则是典型的业务性质不稳定行业，后者在上表中也能看出来。

其次，当年收益不能作为评估依据。

究其原因在于，上市公司的当期收益对股票价格的影响程度，要大大高于长期平均收益对股价的影响。甚至可以说，股票价格剧烈波动的主要因素之一，就在于当年公布的收益年报好坏。所以，剔除当年的收益数据，据此预测的公司盈利能力更符合客观实际，更具理性特征。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他说，这是美国华尔街上证券分析师们的通行做法，也是长期以来那些“击败股市”的投资者们的经典套路。

最后，要格外关注平均收益和收益发展趋势。

他说，投资者这里主要掌握以下两点。

当面对上市公司的每股收益持上升趋势时，要注意这样的“好股票”的价位是不是被过分抬举了；即使这样的股价过高情有可原，也应当想到其中有相当一部分属于投机成分。

当面对上市公司的每股收益持绝对下跌趋势时，不能过分乐观地想象这种下跌趋势很快会扭转过来；同时，也不能简单地把过去几年中的收益平均值作为预测数据。总的要求是，要在对上市公司进行定性研究的基础上，讨论其内在价值高低，然后再仔细研判该股票是否值得购买。

他举例说，1925—1933年间，美国洗衣机公司和大陆烧烤制品公司的收益状况均呈持续下跌趋势。从定性角度看，这两家公司在各自所在行业中，都具有持久的生命力和相对的稳定性，财务实力是同行业中最强的。

有了这样的定性分析，投资者就可以得出结论说，这两家公司的收益虽然年年都在下跌，但很可能是整个行业因素或某种偶然因素引起的。当然，这时候就应当用平均值而不是下跌趋势来衡量未来盈利能力了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者对上市公司盈利能力的考察非常重要。调查中最关键的依据是过去每年的平均收益及其发展趋势，但如何利用这些依据却有许多讲究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利能力与内在价值是两码事

表示为某一明确数字的“盈利能力”这个概念，以及由此衍生出来的内在价值概念——它和前者一样是明确的和可以计算的——不能作为证券分析的通用前提。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股票的内在价值与其盈利能力不一定有关；至少，不能把公司盈利能力作为股票分析的前提条件。

他说，有人认为上市公司的内在价值是由它的盈利能力决定的，而且持有这种观点的人数还不少。初看起来，只要一谈到盈利能力，确实就必然会与公司发展的未来预期相联系，可是他认为，上市公司的未来盈利能力是无法从过去的历史收入数据中估算出来的。

他认为，虽然预测未来多多少少离不开对过去的总结，但一定要有足够的证据来表明未来在过去的基础上能有多少上升或下降趋势值才行。

他拿一家杰艾箱包公司 10 年来盈利水平的相关资料举例如下。

年份	每股收益（美元）	年份	每股收益（美元）
1923	-2.10	1929	20.40
1924	-5.90	1930	11.00
1925	15.30	1931	-12.90
1926	23.30	1932	-17.40
1927	26.00	10 年合计	84.60
1928	26.90	10 年平均	8.46

他说，如果要预测该公司 1933 年的内在价值，按照上面那些人们认同的方法，简单地将 10 年间的每股平均收益相加，从而得出该股票



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的内在价值为每股 8.46 美元的结论，是很难令人信服的。

这时候的背景是，该公司 1933 年的股价为 30 美元，每股净资产 176 美元，没有支付股利。

从表中容易看出，该股票 1932 年时每股有 17.40 美元的亏损，若要在 17.40 美元和 8.46 美元两个数据之间，预测该公司 1933 年的价值是多少，是很难在这些数据之间找到什么联系和结果的。

这就很好地表明了公司内在价值和盈利能力之间无关，至少是没有必然关系。

应该注意的是，这种情形在股票中非常多见。不过，这并不能否认分析股票内在价值的实际作用。

格雷厄姆说，就这只具体股票来说，你虽然很难判断它在 1933 年的内在价值应该是每股 30 美元还是 130 美元，但显而易见的是，如果它的股价能跌到 10 美元以下，则毫无疑问这个价格已大大低于内在价值了。

换句话说，只有当股价严重低于你所判断的这只股票的内在价值区域时，投资者才能放心地买入这只股票。

在股票内在价值中，有一块是以股利形式表现出来的。有人认为，上市公司的股利应当全部分给股东，也有人主张全部留在公司。格雷厄姆认为，关于这个问题，关键取决于这些股利如果留在公司将派什么用场！他反对有人认为股利一无是处、只会削弱公司内在价值的说法。

他说，股利分配只要能按照投资者的意愿来行事，那么，无论是否进行分配、分配比重大小，都不会影响公司的内在价值。因为归根到底，投资者知道自己该怎么做。

当然，格雷厄姆同样认为，上市公司的盈利能力和内在价值是两码事，并不表明这两者之间是对立、完全没有规律、必然相差悬殊的，也有很多时候这两者之间是有紧密联系的。

就拿格雷厄姆自己的合伙企业格雷厄姆－纽曼公司来说，该公司 1956 年 8 月 20 日最后一次召开股东大会时的一份经营报告表明，该公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的盈利能力和内在价值之间就具有以下三大特点。

一是高回报率。从20世纪40年代末到50年代末的回报率达到预期水平，年平均回报率为20%——如果不考虑政府雇员保险公司的股票投资业绩在内，公司年平均回报率为17.4%，股东回报率为15%；而如果考虑政府雇员保险公司的股票投资业绩在内，回报率则大大高于前者。

怎么“大大高于”法呢？要知道，1948年第一次发放政府雇员保险公司股票时，它的股价还只有0.21美元，后来的历史表明，1972年已经超过61美元，24年内股价上涨了290倍！1992年，该股票1股拆分为5股，1994年的每股价格仍然在55~60美元之间。

二是低风险率。公司经营风险远远低于市场平均风险。以反映投资风险系数的β系数来看，只有0.39，数值远低于1，标明投资风险大大低于市场平均风险。

三是业绩稳定性强。以反映市场无风险报酬率程度的α系数来看，数值为7.7，表明波动性很小。在整个股市发展过程中，除了1929年前后股市崩溃的那几年，其余的业绩回报都非常稳定。

格雷厄姆投资智慧结晶

成功的证券分析和成功的股票投资一样，需要借助于一个相对理智的分析环境。千万不要仅仅凭过去的盈利或亏损业绩，就断定它现在和未来的内在价值多少。



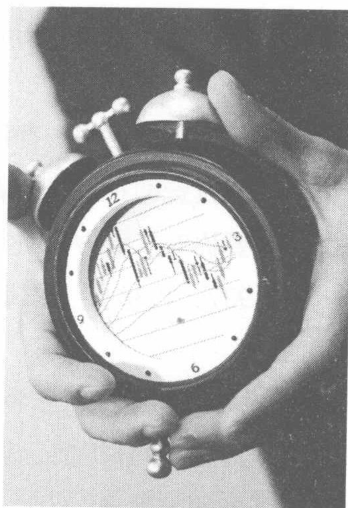
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模糊正确：

宁要模糊正确也不要精确的错误

格雷厄姆认为："投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中牟取利润；投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。"有了这样的基本判断，哪怕只是模糊的正确也能取得投资成功：选择一家足够优秀的公司，以合适的价位买入并持有。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每当牛市开始就考虑告别股市

如果有人能够严格遵循古老的普通股投资准则，那就会在牛市开始时抛出股票，然后独树一帜地远离市场，直到1929年股市崩溃，价格相对于盈利能力和其他因素而言又具备了投资价值时再重返市场。从事后看，这样做无疑也会因购买过早而蒙受损失，但只要能够依照那些古老而保守的普通股投资准则行事，那么他获得的获利机会足以弥补承担的风险——这个优势却是一般的债券投资者所没有的。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者应当坚持这样一条原则：每当牛市开始时就暂时离开股市，等到股市回落到重新具有投资价值时再进去抄底。投资者的喜怒哀乐根本无法改变股市，只有充分利用股市波动才能实现盈利目标。

他说，美国股市从20世纪30年代后就一直稳步上涨，除了偶尔的矫正，这种市场状况为追求价值投资的长期投资者提供了巨大机会。即使遇到股市下跌也不可怕，只要你对投资方法进行微调，就能取得可观效益。格雷厄姆本人就是在1937、1938年美国股市下跌期间，通过这种方法获得可观投资利润的。

1946年，格雷厄姆邀请他以前的学生沃尔特·舒勒斯在自己创办的合伙企业格雷厄姆－纽曼公司任证券分析员，舒勒斯对此感到非常荣幸，也非常高兴，立即答应了老师的邀请。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆－纽曼公司是一家迷你型企业，除了格雷厄姆和他的助手外，就只有舒勒斯和一位秘书。舒勒斯一开始的工作是分析、总结该公司10年来的经营情况，向各位股东报告结果。后来的工作重点则是研究标准·普尔指数指南和其他数据，潜心寻找价格低于营运资本的股票。

舒勒斯通过系统研究，发觉公司的经营状况非常好。如果按照年初净资产价值计算，每位股东的年平均收益率高达17.6%，而同期标准·普尔指数的收益率只有10.1%、道·琼斯工业平均指数是10%。要知道，即使如此，后面这两个数据中还包含着红利收入在内呢。

这10年中的前6年即1936年到1941年，美国股市总体趋势是下跌的，例如，这个期间标准·普尔工业指数下跌了0.6%，而该公司的年平均收益率却高达11.8%。后4年即1942年到1945年，美国股市总体趋势是稳步上升的，标准·普尔工业指数上升了26.0%，而该公司的年平均收益率也同步上升了26.3%。

正是掌握了这第一手资料，舒勒斯进入公司后立刻买下该公司的剩余股份。要知道，这些剩余股份可都是其他股东不想要的。为什么这样的“好处”能给舒勒斯捡到？很重要的原因是公司的选股原则和自己的长期价值投资原理非常吻合，投资回报率稳定而可靠。

归纳起来，10年来该公司的选股方法始终保持不变，这一点在年度报告中已经作了简明扼要的总结，那就是：“在仔细分析的基础上买进价格低于内在价值的证券，尤其强调买进价格低于清算价值的证券，以及在证券交易中运用套利和套期保值方法。”

格雷厄姆－纽曼公司年报认为，这表明，该公司的经营重点并不在预测证券市场的未来走势，甚至不包括个别证券的未来前景；考虑的重点是“证券的总体经营”，即在股票市场总体情绪低落、价格偏低时买进股票，在情绪高涨、价格偏高时卖出股票。

例如，1946年该公司大量抛售股票。究其原因在于，按照他们的“技术标准”衡量，股市中具有吸引力的股票已经非常少了，所以必须减仓；当然，这倒不一定就意味着这时候股票市场的投资风险在逐步加



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大。而只是因为，如果按照这样的股价上涨幅度来测算，如果不抛掉这些股票，今后可能很难达到原先预计的投资收益水平。

事实上，这时该公司的证券价格总体上仍然是在上升的，可是股票比重却很小。例如，在总共410万美元的证券持有量中，股票只有110万美元，结余都是债券。而即使这些股票，也都是一些没有任何知名度的制造业和重工业类股票。毫无疑问，它们的共同特点是：盘子小，股价低，所以才没有知名度。

那么，格雷厄姆为什么要这样选股呢？他在公司年报中解释说，因为他相信自己已经发现了一个非常熟悉的股票运作趋势，那就是：当1906年道·琼斯工业指数第一次达到100点时，之后就没有超过这个高点；而当第二次达到100点时已是1942年，此后就直线攀升到1946年的212点左右。这时候，在第二次世界大战中大发横财的业绩平平的那些股票，价格已经远远超过绩优股，所以他必须迅速卖出这些股票，获利了结；而这样一来，就再也找不到值得重新投资的低价股了，所以这时候只能退出股市，等待股市下跌。

果然不出所料，1946年9月道·琼斯工业指数迅速下跌，那些已经被格雷厄姆抛出的股票跌得最凶。

这次熊市一直持续到1949年中期，而这一过程正好给格雷厄姆选择物有所值的股票提供了良机——1949年末，该公司资产达570万美元，所拥有的股票品种有75只。

格雷厄姆投资智慧结晶

每当牛市来临时，投资者应该保持一份清醒头脑，趁机挑手中拥有的股票中价格大大超过内在价值的品种迅速抛出获利了结，然后等待股指下跌时换股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考察公司管理层是否足够优秀

投资者作为一个整体不是也不能是证券交易商。他们是国家更大的企业的主人。他们不是从同伴手中赚钱，而是通过企业赚钱。因此，作为投资者，他们主要的精力和智慧应该——至少在理论上如此——用于确保公司的良好运行。这也意味着他们应确保公司得到诚实和良好的管理。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，投资者作为一个整体，应该是上市公司的主人。他们的投资回报应该从上市公司良好的运行、管理中分享得到，而不是在证券公司营业大厅里那些股民手中你付给我、我付给你。

所以他认为，投资者一定要清楚，投资一只股票实际上就是把钱交给这家公司的管理层，由他们来为你打理投资。

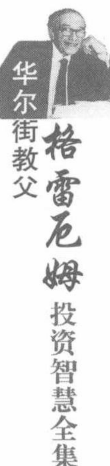
显而易见，这时候的公司管理层是否优秀至少是合格，就是至关重要的。而现在的问题是，绝大多数投资者对此一无所知，甚至漠不关心。

格雷厄姆认为，投资者在购买股票时挑选“优秀行业”至关重要，同时也非常不容易，挑选“优秀管理”的难度则更大。

究其原因在于，目前对上市公司管理层的经营管理能力进行客观测试的方法还很少，并且不科学。在多数情况下，投资者的评判依据只是声誉，而声誉这东西很不可靠。可是，如果你把上市公司的经营业绩作为考察管理层的主要依据，又会陷入量而不是质的考察。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所以他说，比较好的办法是通过股票价格，分析其中究竟有多少反映了出色的管理所创造的巨大收益，这也是美国股市中普遍采用的做法。不过，这样做很容易过高估计管理的因素在拉动股价方面所起的作用。

他说，投资者关心的问题一般有两个：一是公司管理层是否富有效率？二是股东的利益能否得到合适的认可？

遗憾的是，尽管在股东和公司管理层发生争论时，这些问题也会提出来，可是中心议题却总有所偏颇，动不动就会纠缠于管理层的薪水高低以及个别不适当事情的处理等问题上来。而实际情况却是管理层的薪水高低与管理效率之间并没有多大关系。

为此他认为，投资者的考察重点应当放在公司管理层的管理效率上来。当然，这个问题很复杂，可是又不能不考察。正如一句美国商业管理名言所说的那样："如果你对管理毫无兴趣的话，干脆把股票卖掉!"

他建议，具体操作时可以从以下两方面入手：一是该公司员工是否优秀、忠于职守；二是要找到一种判断管理层是优是劣的简易标准。

格雷厄姆认为，判断管理层不够优秀或管理无效的信号有 3 个：一是在经济繁荣时期，居然会连续几年没有给投资者满意回报；二是公司销售边际利润没能达到整个行业平均增长水平；三是每股收益增长没能达到整个行业的平均增长水平。当这 3 个信号同时出现时，毫无疑问就表明该公司的管理出了问题。

例如，下表是从 1948 年 3 月菲利普·莫里斯公司（PMC）年报上摘录的一些效率指数，以及与其他 4 家大型竞争公司对比的数据。

项　　目	1938 年		1947 年	
	PMC 公司	4 家竞争公司	PMC 公司	4 家竞争公司
净资产中的净收入	24.6%	13.4%	8.6%	13.3%
净销售中的净收入	20.6%	17.0%	7.1%	8.8%
1947 年对 1938 年的净销售增长			170%	156%

从莫里斯公司 1947 年的单独业绩看，似乎还不错，如它的税后净利润率高达 8.6%；可是如果与同行竞争对手相比，就根本不值得一提，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它比其他4家同行企业13.3%的比例要低多了。而8.6%−7.1%=1.5%表明，该公司在剔除利息后的税后净利润率居然还不到2%，表明该公司的借贷资本比例太大。相比而言，销售增长率在10年间增长了170%，是高于其他竞争对手的。

从上分析可以得知，在这10年间，原来一家迅猛发展的上市公司在和同行的激烈竞争中，已经变成一家非常普通的上市公司了。

格雷厄姆说，遗憾的是，即使该公司的盈利能力下降、运作效率落后于竞争者，在当年的股东大会上却没有任何股东提出这一问题。

这既可能表明投资者被该公司的销售增长蒙蔽了眼睛，也可能表明那些股东对公司管理层是否优秀根本不关心。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，上市公司的管理效率和管理结果必须保持一致。考察管理效率的指标，重点应当放在利润的增长而不是销售的增长上，不能本末倒置。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买入并持有股票的价格要适当

投资者和投机者最实际的区别在于他们对股市运动的态度上。投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中牟取利润；投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，对于理性的投资者来说，成功的股票投资的试金石，是对待股价波动的正确态度。在这里，关键掌握好两点：时机和价格。当然，要把握好这两点是非常不容易的。

他说，所谓时机，是指要致力于预测股价变动方向。具体地说，如果你预测未来的股价会上升，那就赶快买入股票并持有；如果你预测未来的股价会下跌，那就赶快抛出股票，至少是暂时不买股票。

所谓价格，是指要致力于当股票价格低于合理价格时买入股票，当股票价格高于合理价格时卖出股票。当然，这里的合理价格不一定只是一个数值，很可能是一个区间。

格雷厄姆相信，无论投资者通过上述途径中的哪一个来操作，都会收到满意回报。不过，如果把重点放在时机的选择上，最终会滑向投机者，从而得到股票投机该有的结果。

他说，外行人一般不容易看出这两者之间的区别，并且美国华尔街也不认为这两者之间有什么区别，但他坚信，这种区别确实存在。

他说，许多投资者总相信自己能预测股市，所以把大量精力用在这方面，甚至要经常向人咨询、讨教，很少自己去分析、思考。结果怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样呢？这种投资态度最终会让他们后悔不迭。

究其原因在于，投资者如果认为自己会预测股市，那么他的投资目标就必须和其他投资者一致才能赚钱。可是这样一来，你必须比其他投资者做得更好，才能跑在前面。而无论理论上还是实践中，要做到这一点都是很困难的。

尤其是当股市处于一个上升通道中，这时候预测者往往会因为轻轻松松赚到钱就认为自己的预测很准，从而慢慢对他所买股票的质量和价值麻木不仁。一当股市徘徊或下跌，他就会损失惨重。

格雷厄姆承认，确实有人通过股市分析、预测赚到了钱，可是如果认为普通投资者也能通过这种方式盈利，就非常荒唐了。

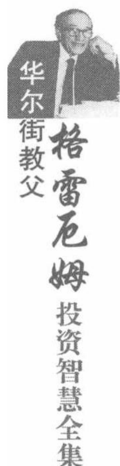
他介绍说，就拿著名的道·琼斯定理来说，它能表明用这种方法预测市场在过去是准确的，却不能表明将来也会如此。

简单地说，道·琼斯定理认为，只有当某种股票出现平均值向上的一种特殊类型的突破时，才表明购买时机已到；相反，当某种股票出现平均值向下的一种特殊类型的突破时，表明卖出时机已到。格雷厄姆对此进行了大量研究，随后列出了下面这张表。

买点		卖点		现在卖——下次买
日期	股指	日期	股指	
周期Ⅰ：1897—1937				
1897.06.28	44.6	1899.12.16	63.8	4.4
1900.10.20	59.4	1903.06.01	59.6	8.2
1904.07.12	51.4	1906.04.25	92.4	22.4
1908.04.24	70.0	1910.05.03	84.7	2.8
1910.10.10	81.9	1913.01.14	85.0	20.0
1915.04.09	65.0	1917.08.28	86.1	3.9
1918.05.13	82.2	1920.02.03	100.0	16.3
1922.02.06	83.7	1923.06.20	90.8	-3.0
1923.07.12	93.8	1929.10.23	305.9	221.6
1933.05.24	84.3	1937.09.07	164.4	37.0
周期Ⅱ：1938—1963				
1938.06.23	127.4	1939.03.31	131.8	-10.8
1939.07.17	142.6	1940.01.13	145.2	-0.7



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



续表

买点		卖点		现在卖——下次买
日期	股指	日期	股指	
1944.06.15	145.9	1946.09.03	178.7	−9.9
1948.05.14	188.6	1948.11.19	173.9	−55.0
1950.10.20	228.9	1953.08.31	261.2	−66.4
1954.06.04	327.6	1957.02.11	457.4	−2.2
1958.05.02	459.6	1960.03.15	612.1	−4.2
1962.11.09	616.3			

从最右一列数字可以看出，在周期Ⅰ的40年中，按照道·琼斯定理确定的买点和卖点，投资者在卖点卖出股票后，10次中有9次比下次买点出现时买入股票的价格低，因而能获利；相反，在周期Ⅱ的25年中，每次都比下次买点出现时买入股票的价格高，每次都要亏损。

这说明了什么呢？格雷厄姆认为，这说明任何预测方法随着时间的推移都可能不再适用。与其这样频繁买卖，还不如持股不动，不但能保证本金安全，而且还有连续的股利收入呢！

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者对股价波动越来越难保持一种警惕和超然态度了。可是无论如何，价格波动都应该是投资者选择股票和交易时机的行动指南。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对比分析更容易发现投资价值

对既定行业的几组股份公司进行统计比较，多多少少是分析家的一项例行工作。它能在整个行业的背景下对每个公司的业绩进行研究，并且经常能发现价值低估或高估的情况，或者得出这么个结论：某个企业的证券应当被同一领域的别的公司证券所代替。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，研究上市公司的投资价值时，最好把同一个行业中的几家不同公司放在一起进行对照，这样更容易发现投资价值。

通常情况下，比着比着就会发现其中有哪家上市公司最值得投资了。这是一种模糊的正确，它比精确的错误要强 100 倍。

他举例说，美国股市上有一家荷兰王牌石油公司（RDP），这是全球第二大石油企业，拥有英荷壳牌石油公司（RDS）60%的股份。虽然这是全球顶级企业，可是直到 20 世纪 50 年代中期，它的财务报表仍然不健全，投资者很难通过它的财务年报与同行企业进行对比。

可是要知道，这种对比分析非常重要。通过对比分析，会帮助投资者更好地发现投资价值孰高孰低。

例如，在 1953 年 6 月，英荷壳牌石油公司与比它规模更大的新泽西标准石油公司相比，各项基本数据如下。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1953 年 6 月

项 目		英荷壳牌石油公司	新泽西标准石油公司
资本化：普通股		5070 万股	6060 万股
股票价格		27 美元	78 美元
普通股市场价值		136.8 万美元	472.7 万美元
长期债务		46.7 万美元	45.9 万美元
1952 年的各项数据	销售额减营业税	368 万美元	405.1 万美元
	总产量	4.72 亿桶	6.53 亿桶
	比上年增长	10.0%	4.5%
	占美国产量比重	25.6%	30.4%
	资本支出	5.62 亿美元	4.98 亿美元
	流动资金	11.34 亿美元	12.94 亿美元
	每股收入	6.94 美元	8.60 美元
	相当于股价	25.6%	11.0%
	所得红利	1.38 美元	4.25 美元
	相当于股价	5.0%	5.5%
	净资产面值	44.50 美元	52.50 美元
	相当于股价	164.8%	67.3%

对于普通投资者来说，上述数据也许会看得头昏眼花。但不要紧，你只要能发现其中两大最显著特点就行了：一是两者规模相差不大，很多数据非常接近；二是在此基础上，英荷壳牌石油公司的股价要比新泽西标准石油公司的股价低得多。

后者的股价高达 78 美元，而前者只有 27 美元，只相当于前者的 1/3！如果根据当时纽约证券交易所场外市场的预示市场价值来比较，前者更是只有后者的 29%，而其销售额却相当于后者的 91%（368 ÷ 405.1 ≈ 91%）！

发现了这一秘密后，投资者就很容易得出结论：在其他各项指标非常相近的两家石油公司中，英荷壳牌石油公司的投资价值更高、投资风险更小。

那么英荷壳牌石油公司的股价走势后来究竟如何呢？无论是它与新泽西标准石油公司相比，还是单独来看，它的经营业绩都非常优秀，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而也带动荷兰王牌石油公司成为一只非常优秀的股票。

1957年，新泽西标准石油公司的股价上涨到每股206美元（股票分拆后），投资回报率高达164%；而荷兰王牌石油公司在实施了20%的年末分红后，股价仍然高达120美元，投资回报率高达344%。

可以说，这是对那些喜欢通过对比研究发现投资价值的理性投资者最好的回报。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，在对上市公司进行对比研究时，一定要注意几家公司之间的同质性。同质性越强，其可比性就越高。对同质性不强的公司，更应注重质的比较。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通过纳税额反向核实公司收益

如果公司公布了某一年的应交联邦税额，那么就能够方便地计算出作为这一税额之基础的收益，并将这个应税利润和向股东报告的收益进行比较。这两者之间肯定存在差异，主要原因是，联邦、州和市政债券的利息和国内公司的股利不属于应税所得，而它们显然属于向股东报告的净收益。但是如果进行了已知的必要调整之后，应税所得和报告收益之间仍然存在着巨大的差异，那么分析家就有理由怀疑后者的可信度，并在公司方面寻找答案。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者有必要对上市公司的收益进行反向核实。具体方法是，从当年该公司向政府交纳的税金着手，倒推出该公司应该具备多少收益。如果两者相差较大，就有必要怀疑这种收益的真实性了。

他的意思是说，每家上市公司都必须向政府纳税，这是毫无疑问的。虽然每家公司的情况不同，向政府纳税也不会完全相同，但大体上可以从中推断出有多少收益。公司纳税是实实在在的，所以通过这种方法反向核实收益的可靠性较大。虽然由此得到的结果不一定会和公司向股东大会公布的收益完全相符，但其中必然存在着紧密关系。如果两者相差较大，就应该向公司了解情况、寻找原因了。

可以说，这一招很厉害，令那些财务报告造假的上市公司防不胜防。

例如，美国股市中有一家名叫帕克和蒂尔福德的上市公司，1929

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年财务报告的年收益为100.113万美元，相当于每股4.72美元；1930年财务报告的年收益为12.4563万美元，相当于每股0.57美元。单纯从数字变化看，每个人都会感到震惊的。

仔细研究它的财务年报会发现，该公司在这两年中的商誉和商标项目，从原来的100万美元增加到160万美元，后来又增加到200万美元。与此相应的是，该公司的净流动资产在15个月内减少160万美元；而在此期间，该公司派发的现金股利还只有60万美元。这表明，净流动资产的减少数额比支付的股利还要多100万美元。那么，这100万美元又到哪里去了呢？实际上，它就是商誉和商标项目增加的那100万美元。

由于该公司年报附注中，并没有对这些令人吃惊的事项进行说明，该公司向纽约股票交易所提交的上市申请书中也没有这些内容，所以，投资者如果粗枝大叶地看报表，是很难发现这些问题的。

该公司1929年召开股东大会时，面对股东的质询，解释说这商誉和商标项目增加的原因是下属一家控股子公司（丁特克斯公司）支出的广告和促销费用。与此相互印证的是，在1930年的财务年报中，该公司干脆把商誉和商标项目写成了“丁特克斯公司的商业和商标”。

其实，稍微懂点财会知识的人都知道，虽然企业商誉与广告促销的投入有关，可无论什么样的会计准则，都不会允许把当年发生的广告费用算作商誉的。也许正因这一点，该公司才不敢主动向股东作解释，因为说到底这是站不住脚的。更不用说，该公司在1929年的最后一个季度内，用于广告促销活动的费用高达60万美元，这更令人难以置信。

顺便说一句，该公司当年的财务年报没有经过注册会计师验证。

综上所述，我们不难看出，该公司的收益数据严重失真，不足为信。

那么，除了上述渠道，投资者有什么办法能比较简单地发现这些破绽呢？格雷厄姆认为，原则上讲，应该把损益表和资产负债表结合起来进行核查；说得更简单一点就是，可以通过应交所得税税额来反向验证该公司财务年报中的收益数据可信度究竟如何。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他说，根据当时美国上市公司所得税税率标准，1929 年该公司应交纳的联邦所得税为 8.1623 万美元。据此倒推，该公司在缴纳联邦所得税之前的净收益应该为 74.2 万美元；而实际上，该公司在向股东大会报告的缴纳联邦所得税之前的净收益为 107.6 万美元。两者一对比，问题马上就暴露出来了：这样巨大的差额哪里去了呢？

而且，投资者如果采用同样方法，对该公司 1925—1929 年的上述数据进一步核查会发现，1925、1926 年该公司根据应纳税额计算得到的税前净收益，与向股东大会报告的数字比较相近，从 1927 年起两者的差距就大大拉开了。这说明，该公司在前几年的应税所得和报告收益还比较接近，数据可信度较高；从 1927 年开始，收益数据的可信度就大大降低了。

所以他建议，精明的投资者应该要求上市公司向股东大会提供这样一张对照表，上面详细载明公司向股东大会报告的净收益与应税所得前的净收益相互比较的结果。即使你对财务知识了解不多，也能从几年来的连续数据对比中发现这些数据是不是正常。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者核实收益数据是否可靠，可以通过应纳税额来推导税前净收益有多少。公司交纳的税金是真金白银，用这种方式得到的结论可信度高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官司诉讼中可能会有投资机会

华尔街爱走极端的趋势可以从它厌恶诉讼中找到答案。任何性质的诉讼都会给当事公司的证券投下阴影，并且股价下跌的程度可能与该案件的性质极不相称。这种情形可能给分析家创造出真正的机会——虽然它们都具有专业性质。其中，最为重要的一个方面是财产清算。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，上市公司总是讨厌打官司的，无论这样的诉讼是真是假、结果如何，都会给上市公司造成不利影响，从而导致其股价下跌程度大大超过案件性质的严重程度。

虽然这种诉讼并不一定会导致上市公司倒闭清算，可是投资者对其倒闭清算的想象力，本身就意味着其中具有投资机会。

例如，美国股市上有一家上市公司叫雷丁公司。1913 年，美国政府提起诉讼，要求强行分离该公司的铁路和煤炭资产。

按理说，这种业务分离对该公司来说应该是一种利好因素，可是在投资者眼里，却认为这一举措是对公司的一次致命打击。于是，股市走势和实际之间产生偏差就是预料之中的事了。

1921 年该公司出台一项计划，决定把煤炭公司的股票在雷丁公司的普通股和优先股股东之间按比例进行分配。按理说，这项举措的出台，表明政府对该公司的诉讼已经取得完全胜利；可是却不料，投资者纷纷把它看做一种利好消息来对待。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



计划出台后，一些投资者因为手中持有普通股，所以坚决反对优先股参与煤炭公司权益分配，又提起诉讼，要求普通股不能参与权益分割。

从道理上分析，这起诉讼如果能胜诉，必然会使得低级股票享有更多价值，普通股价格一定会上涨；而如果败诉，也不会损害普通股价值，也就是说，普通股价格仍然可以维持原来的水平。

结果呢，这场诉讼最终失败了，可是普通股价格并没能维持原来水平，而是跌了下去。因为这时候那些持有普通股的投资者，脑子里总想着这又是一场诉讼：既然官司不断，那还是赶紧和这只股票说“再见”吧。这真是搬起石头砸自己的脚，虽然令人意外，却又是事实。

格雷厄姆说，在这期间，持有该股票的投资者抱有这样的想法是很自然的，可是如果他们能仔细地想一想，尤其是从数量方面进行一番分析，就比较容易发现其中隐藏着很大的投资机会。

举个例子来说，如果某公司破产了，账面资产的50%变成了现金；这表明，该公司的股票、债券投资者也能相应得到50%的清偿。

可是由于该公司官司不断，这时候还有一桩官司悬而未决，这场官司是别人提出来的，要求索取这50%的清偿资金中的很大一部分。毫无疑问，这时候无论公司还是投资者都不会轻易让对方打赢，即使在法院审理中遭到败诉，也会把官司一直打下去。

我们这里不去关心这场官司最终输赢，而是说，只要这场官司悬而未决，该公司的股票、债券的市场价格就会大打折扣。在这种情况下，股票价格就不会停留在50%的水平，很可能会持续下跌到30%左右。

有这样一个真实案例可以为此佐证。1933年6月，美国股市中有一家岛屿石油与运输公司，利率为8%的票据售价为18美元，这表明接管人能够得到相当于该票据面值45%的现金。

可是就在这时候，一项索赔诉讼出现了，延误了这一分配方案。并且，该诉讼在每个阶段都几次败诉，不得不等待最高法院作出终审裁决。

正如上面举例的那样，这时候的诉讼对票据价值产生了与其性质极不相称的不利影响——诉讼本来是可以通过支付小额现金得到解决的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是在这起诉讼悬而未决甚至美国最高法院支持了早期判决后，该票据的投资者在 1934 年 4 月清算并扣除某些费用和补贴后，也不过从面值为 100 美元的票据中分到 29 美元左右的清偿现金。

格雷厄姆总结道，每到上市公司遇到诉讼事项时，这其中很可能意味着有新的投资机会。这种投资机会主要有如下两方面。

一是由于官司导致的股价变动并非一定如投资者想象的那样，往往会出现变异；而这种变异，会引发投资者不同的决策行为，从而导致投资回报结果大不相同。

二是无论诉讼过程、结果如何，都会对该股票价格产生不良影响，导致股价下跌，投资者对此应有足够的心理准备。

格雷厄姆投资智慧结晶

每当上市公司出现官司诉讼时，这时的股价波动很可能会夸大官司的严重程度。投资者如果能较好地掌握这种波动规律和特点，就能从中发现投资机会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值被低估的股票更容易获利

只要努力去挖掘，随时都可能发现价值被低估的投资性证券。在许多情况下，债券或优先股的低价是因为市况糟糕而引起的，而糟糕的市况又正是因为证券发行规模太小的缘故。不过，正因为规模小，这些证券就更具有内在安全性……有时，某些特定的情形能极大地加强高级证券的地位，但价格对于这种改善的反应又通常滞后，因此就提供了一个买"便宜货"的机会。一般这种情况都与资本结构或公司的对外联系有关。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者从价值被低估的股票身上更容易获利。这个道理显而易见，这样的股票也随处可见。只要你努力地去挖掘，这种买"便宜货"的机会是很多的。尤其是，这种机会通常出现在小盘股中，并且和该公司的资本结构与对外联系因素密切相关。

他举例说，美国股市中有一家上市公司叫扬斯敦薄板和钢管公司，该公司 1923 年收购了美国钢铁和钢管公司。美国钢铁和钢管公司曾经发行过一种抵押债券，利率为 7%，1951 年到期。而扬斯敦薄板和钢管公司收购美国钢铁和钢管公司后，就承接了这笔债券投资。

为了筹集到这笔收购资金，扬斯敦薄板和钢管公司专门发行一种债券，利率为 6%，100 美元票面的债券售价为 99 美元。

这样，就得到了这两种债券之间的价格关系：扬斯敦薄板和钢管公司年利率 6%的债券，价格为 99 美元，实际收益率为 6.02%；美国钢铁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和钢管公司年利率7%的债券，价格为102美元，实际收益率为6.85%。

遗憾的是，许多投资者并没有真正发现这种价格关系，以至于无法利用其内在价值的关系决定投资决策。

另一个典型案例是，1931—1932年美国福克斯电影公司蒙受了巨大损失。为了实现资产重组，该公司在1933年4月劝说占债务总额95%的债权人换持其普通股。

为什么要资产重组呢？该公司的如意算盘是，如此一来，公司不但没有了银行贷款，而且还可以把它1936年4月即将到期的3000万美元票据总额减少到1800万美元以下。这种票据是它1933年12月发行的，年利率为6%，100美元票面的交易价格为75美元，实际收益率超过20%。

而在发行该债券时，该公司普通股的市场价值约为3500万美元，净流动资产大约有1000万美元。

从这些数据中容易看出，该公司发行这笔票据不会有任何投资风险。不但如此，75美元的价格竟还有些偏低了；至少，与当时它的普通股每股14美元相比，具有更多优势。

格雷厄姆提醒投资者，对于上述观点能否成立，必须关注该公司的经营状况是否稳定——在相对稳定的经营状况下，这样的债券价格确实被低估了，投资这样的股票、债券，完全有把握获得更多获利回报。而如果该公司经营状况很不稳定，那么那些大量的次级股票说不定哪一天就会消失的。即使该公司发行的这些证券规模很小，到时候也可能会无力清偿。

格雷厄姆进一步指出，从福克斯电影公司处于美国股市中该行业领头羊地位看，它的经营稳定性至少能保证它在清偿这种小额债务方面没有风险。当然，电影业是一种高风险投机行业，这点投资者也不能忘记。

根据上述分析，格雷厄姆得出结论说，投资福克斯电影公司的上述证券，不但内在价值相对较高，而且投资风险很小，至少在他看来是如此。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不过他又特别指出，投资者在投资这样的投机性行业时，所有操作都不能忘记分散化投资，分散化投资是资金安全保障的重要一环。

他说，一般规律是，如果处于股市风险的正常年代，如美国股市中的 1923—1927 年，这种风险性投资所造成的正常损失并不算高；如果处于股价剧烈波动的年代，如美国股市中的 1930—1933 年，这种损失就会高得多。

格雷厄姆的经验是，投资者在分析具体股票品种时，无论把股价和债券价格相比，还是与其内在价值相比，总会经常发现价值被严重低估的股票。这时候只要能“大体”确定股票交易的“适宜时机”，就有把握取得更多获利回报。

他说，这种适宜时机是相对而言的，投资者不能企图很精确地找到这个时机。他始终认为，股票投资的一项本质特征，就是时间是次要的考虑因素。正因如此，所以他喜欢在前面加上一个限制词“大体”。在这种前提下找到的“适宜时机”，可能会长达几个月，有时甚至会更长。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，只要努力去挖掘，股市中总会存在着许多价值被严重低估的股票。有了这样的明确判断，大体上确定一个适宜的交易时机，就能确保股票投资盈利。

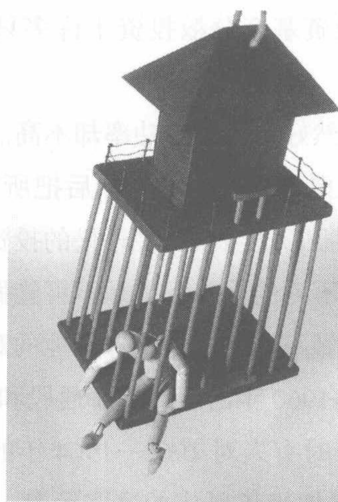
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧八

分散投资：

买入股票种类多有助于降低风险

格雷厄姆认为："个体投资者至少应该有30种不同证券，如果需要，甚至可以零星地购买——最便宜的办法是利用公司配股的时机。"他说，分散投资的基本规则是把总投资的25%~75%投于股票，其余的部分投资债券，视股市行情好坏灵活调整比例。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分散投资有助于降低投资风险

集合的或成组的预测比个别公司的那些预测更可靠。也许，理想的证券分析者应该选取3~4家他最熟悉并能最大限度预知其未来走势的公司，把自己和顾客的注意力集中到他所作的预测上。不幸的是，在能够信赖的那些个别预测和受大错支配的那些个别预测之间事先作出区别几乎是不可能的。实际上，这正是投资基金广泛多样化经营的一个原因。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，分散投资能够降低投资风险。

究其原因之一在于，投资者如果能集中精力在自己最熟悉的几只股票上进行预测，这样的总预测准确率更高。不要说散户投资者是这样，投资基金也是如此。投资基金分散投资于许多只股票，原因之一也在于此。

他说，集中投资当然好，可是成功率却不高。否则，投资者只要能够很准确地预测某只股票未来的走势，然后把所有资金投入在这上面，就能获取最大的利润回报，这当然是最轻松的投资了。

可是他说，这是做不到的，并且也是不可能做到的，至少是绝大部分证券分析者和投资者做不到的。如果你对他的观点有不同意见，建议你去读一读 Philip Fisher1960 年出版的《普通股和非普通股利润》一书。

他举例说，1959 年时有人对 1962—1964 年的美国股市进行了公开预测。1963 年回过头来把当年所作的这些预测，与当年的股市实际进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行对照发现，单从个别股票的预测看，预测和实际情况两者之间的差距太大；可是如果从道·琼斯 30 种工业股票的总体预测看，则非常接近（1963 年它们的实际价格为 707 美元）。

他说，这一研究结果就能很好地支持他的上述观点。他承认，正因为对个别股票的预测准确性不高，所以即使是他自己也经常出现投资失误，这一点也不奇怪。

1941 年，格雷厄姆在城市运动俱乐部参加一个餐桌会议。会上，他和大力神公司主席福洛德·奥德鲁展开激烈辩论。奥德鲁也是一位老资格投资者，在许多行业有着丰富经历，可是在股票分散投资上和格雷厄姆的观点有较大差异，所以这才导致了两人之间展开辩论。

奥德鲁认为，股票投资最挣钱的方法，就是集中投资有问题的上市公司，然后等待公司重组改造。这些有问题的上市公司，颇有些像中国股市中的 ST 股、PT 股。而格雷厄姆对此持反对意见，他认为分散投资股票更安全。

两人各不相让，奥德鲁后来固执己见，干脆把所有的钱都购买了生产铀的上市公司。这次“赌博”没有赢，他所投资的这些上市公司最后都破产了。格雷厄姆对他手下的人说，你们看看，他把所有鸡蛋都放在一个篮子里，现在篮子破了，蛋也没了！

有一次，格雷厄姆在他的内部刊物上发表了一份详细的分析报告，把所有股市中的轮胎和橡胶类公司进行对比研究。据此他得出结论说，阿贾克斯轮胎公司应该是一家最理想的投资对象。

报告发表几天后，该公司主席专门拜访格雷厄姆，这时候格雷厄姆才感到有些尴尬，后悔自己没有在发表报告之前就见到该公司主席。

格雷厄姆从两人交谈中得知，其实该公司的实际情况非常糟糕，不但谈不上“最理想”，甚至根本不值得投资者购买。之后不久，阿贾克斯轮胎公司就宣布破产了。

他说，可想而知，如果投资者把资金全部购买该股票，风险有多大！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



又有一次，格雷厄姆认为著名的舒拉夫特连锁餐厅的所有者夏塔克公司并不符合投资者心理定位，于是卖空了几百股股票。

在此以前，由于格雷厄姆创办的合伙人公司的股东们，经常在这家餐厅举行每星期一次的午餐会议，所以卖空该股票后，他就不好意思再在这家餐厅聚会了，只能暂停午餐会。

可是，最终股市的发展并不像格雷厄姆预想的那样：投资者对该股票的狂热追求一如既往，股票价格在一个劲地上涨。最后，他只好停止卖空该股票，而这时候他已经损失了 1 万美元。

不再卖空该股票了，格雷厄姆又重新在这家餐厅继续例行的午餐会了。依然令他没想到的是，这家公司却从这时候开始真正走下坡路了，最后被一家私营机构收购。

格雷厄姆对上述一连串预测不准的案例，都证明了这样一个观点：投资者如果把所有投资都投在这样一只股票上，风险该有多大；而如果能做到分散投资，至少就不至于如此惊心动魄了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，分散投资有助于降低风险，原因之一在于投资者对单只股票所作的投资预测，准确性要比对他潜心研究过的一群股票所作的总预测低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资最好不要与人合伙

在 1919—1929 年这段时间里，我在华尔街平步青云，甚至可说是卓有建树。那是段激动人心的时期，我在金融方面的成功接踵而来，生活水平不断提高，越来越丰富的物质享受和精神享受令人目不暇接，我对自己在华尔街所处的地位及伙伴们对我的尊重深感满意，但并非所有事情都那么一帆风顺。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股票投资最好不要与人合伙，这本身就是一种自我保护措施；或者说，合伙投资本身就代表着一种风险。他从业早期多次有过与人合伙的经历，所以他的这一结论是值得令人深思的。

他说，1920 年，他有一位姓霍维茨的朋友，对他的股票投资理念和特殊操作方式产生了兴趣，于是推荐他的老板罗·哈里斯与格雷厄姆认识。

哈里斯建议格雷厄姆离开纽伯格－亨德森和罗伯公司（NH&L 公司），由他专门建立一个金额巨大的账户交给格雷厄姆经营。他负责支付格雷厄姆工资，并且让格雷厄姆参与红利分配。只要投资有业绩，他可以在 25 万美元前期投入的基础上，无条件地追加投资。至于格雷厄姆原来的个人投资账户，也可以合并进来作为原始资本的一部分，参加投资和分红。

1923 年初，他们达成协议，商定格雷厄姆的年薪为 1 万美元，在扣除 6%的资本年息后，其他盈利部分格雷厄姆可以从中得到 20%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆原来担心 NH&L 公司不愿意放自己走，没想到由于该公司当时已经没有过多资金让格雷厄姆运作，并且，格雷厄姆离开该公司后，以前由他带来的大量客户仍然可以为公司创造佣金，而公司却不必继续支付格雷厄姆的经纪人费用，于是爽快地同意了格雷厄姆离开的要求。

就这样，格雷厄姆成立了一家新公司，名字就叫格雷厄姆公司。有了这样的强强联合，公司很快就取得巨大成功，投资回报率非常高。格雷厄姆的秘诀是，他把投资领域限定在标准的套利、保值业务上，当然有时候也会投入一些自认为内在价值大大低于股价的股票。

他做的第一笔业务是买入杜邦公司的股票。当时，杜邦公司普通股的市场价值总和，仅仅相当于它持有的通用汽车公司的股票价值。也就是说，杜邦公司本身所具有的化工业务和资产市场价值，实际上差不多是 0。与通用汽车公司的股票价格相比，杜邦公司的股票价格被严重低估了。

果然不出所料，很快这两家公司的股票就出现了巨大差价，格雷厄姆赶快作出对冲操作，以杜邦公司 7 倍的股票数量卖出通用汽车公司的股票，获得了巨大利润。

随着合作时间越来越长，合伙人之间的性格差异逐渐暴露出来。哈里斯富有思想，并且喜欢提建议，经常根据各种小道消息要求格雷厄姆进行操作，这让格雷厄姆烦不胜烦。

1925 年大牛市开始了，越来越多的人进入股市，类似于格雷厄姆这种为客户的账户进行操作，不需授权就可以买卖股票，盈利一般都是五五分成。许多朋友在格雷厄姆面前嘀嘀咕咕，抱怨格雷厄姆在哈里斯手下只能得到 20%分成，真是“太傻了”云云。如果需要，他们可以筹集资金，让格雷厄姆全权负责操作，他个人可以从中分得一半盈利，等等。

这样的话说多了，年轻气盛的格雷厄姆感到自己确实有点被哈里斯利用了，于是最终向哈里斯提出，希望能重新签订一份协议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他建议：取消他的年薪，改为另一种分配方式，即在扣除6%的资本年息后，在回报率达到20%时他个人从中获得20%作为分红；在扣除20%的回报率以后，剩下的部分回报率达到30%时，获得其中30%作为分红；当回报率超过50%时，在剩下的部分中获得其中50%作为分红。

格雷厄姆认为，与当时外面的通常行情相比，他的这些要求不但不过分，而且还有些低了。可是哈里斯坚决不同意。他认为，即使回报率超过50%，格雷厄姆要想得到50%的分红也是不可能的。

就这样，两人谈不拢，从而使得合伙公司到了年末就不得不宣告解散。

事后格雷厄姆说，如果哈里斯稍微做些让步，两人就不会不欢而散，因为他从来就不是一个不肯让步的人。

不过，格雷厄姆后来得知，虽然他的投资收益非常高，但哈里斯早就有心把他甩开，自己单干了。因为在这两年里，格雷厄姆的所有投资操作都是在哈里斯眼皮底下进行的；并且，格雷厄姆每次都把具体的操作秘诀详细讲给他们听，哈里斯以为自己已经完全掌握了他的这套投资本领，离开了格雷厄姆，他照样可以做得很好。这时候不要说格雷厄姆"得寸进尺"，提出50%的分成了，就是原来的20%他都觉得是"浪费"了。

合伙人之间有了这样的异心，合作当然就难以为继了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股票投资最好不要与人合伙。巴菲特也认为，无论朋友之间还是夫妻之间，股票最好是各炒各的，商量着办必定会产生矛盾，降低投资收益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一般情况下不要购买成长股

这个简单的思想有两重含义：第一，有良好业绩和前景看好的普通股应在合适的高价卖出。投资者也许对股票前景的判断是正确的，但未有好的收获，这只是因为他为所期望的繁荣已先期倾囊付出。第二，他对未来的判断也许是错误的，迅速成长的股票通常不能持续太久。当一个公司已经有了辉煌扩展的业绩，其规模越大，重温以往的辉煌就越困难，达到某个点以后，增长曲线将趋缓变平，许多情况下它将转而向下。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者概念中的成长股，并不一定像他们头脑中所想象的那样会一直在“成长”。成长股的成长是有条件的，不可能一成不变。所以他不主张唯成长股是买，至少是不主张购买一般性成长股。

他说，毫无疑问，每一位投资者都愿意购买平均业绩更好的股票，可是要知道，平均业绩更好的股票和成长股之间并不画等号。

他认为，所有成长股，只能表明它过去是“成长”的，却不能表明它将来还会继续“成长”。如果投资者期望它将来能继续表现出众，可实际上它将来的业绩平平，甚至还陷入困境，这样的上市公司就不能称为成长股，至多只能算是一只“希望股”罢了。

例如，投资者如果仅仅从有关渠道获得高出平均投资业绩的那些股票名单，就希望能保证自己在这方面取得成功，这是不现实的。

究其原因在于，如果你对这些股票发展前景的判断是正确的，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还需要在一个适当价位卖出这些股票才能获利；即使这时候卖出了股票，也可能获利不多。因为在你购买这只股票时，其他投资者对该股票发展前景的看好，已经提前抬高了该股票价格。

更不用说，如果你对这些股票发展前景的判断是错误的，就更与投资成功南辕北辙了。

这种对发展前景的判断错误，倒不是投资者主观上希望的，而实在是客观上难以把握。要知道，既然是成长股，它的成长就不可能持续太久。平心而论，越是成长股它所面临的风险就越大。

那么，投资者应该怎样来正确对待成长股呢？格雷厄姆认为，可以通过对成长股的专项投资进行研究，来得出大致结论。

例如，在美国，纽约证券交易所成员亚瑟·威森伯格公司每年都要出版一本《投资公司手册》，权威发布大约 20 只成长股一年以上的股市走势，供投资者参考。该公司 1964 年出版的《投资公司手册》中，就有一份对 1954—1963 年 10 年间的统计资料所作的研究。

研究表明，投资成长股与其他非成长股所得到的获利回报，并没有多大区别。也许这一结论令那些喜欢投资成长股的投资者感到震惊和不解，但这却是事实。具体见下表。

名 称	收益（资本股本再投资）	收入股利	综 合
23 种多样化增长基金	226%	44%	270%
31 种收入增长基金	156%	52%	208%
14 种收入增长基金	152%	68%	220%
标准·普尔 500 综合指数	203%	75%	278%
标准·普尔 500 综合指数（调整后）	273%	45%	318%

表中数据金额单位为美元。标准·普尔 500 综合指数的调整依据是，假设在此期间内 45%以上的分红和平均收益都被用在了再投资上。

从表中容易看出，业绩最好的 23 种成长股，10 年间的总获利水平为 270%，其中股价上涨了 226%，股利分红获利 44%。

可是，这种“最好”的业绩回报如果与同期非标准股票 278%的总获利相比，实在乏善可陈。更不用说，如果假设非标准股票的股利收入



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中有45%用于再投资，它的总获利还可以增长到318%，那就更相形见绌了。

进一步研究会发现，在这23种成长股中，只有5种股票比非标准股票的表现更出色。

格雷厄姆据此认为，投资者不必认为只要自己在成长股上付出更多努力，就能获得更多获利回报。实践证明，这是不太可能的。既然这样，偏爱成长股也就没有过硬的理由了；如果一定要偏爱成长股，那也必须购买其中特别优秀的成长股，努力挖掘出上述23种中的那5种绩优股票。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，虽然成长股有公认的良好前景，可是它原本过高的收益预期已经抬高了股价。投资这种股票风险是很大的，没有谁能保证一定会取得丰厚回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买附权证券可考虑投机收益

可以这么说，对长线投资持有而言，优质的参与证券是利润分享特权的最优形式。而从有利的市场条件下最大化价格增益的角度看，附有可分离认股权证的高级证券很可能是能够带来最佳效果的投资品。进一步来说，附认股权证证券从总体上讲在两个方面具有无可比拟的优势：特权通常不会因提前赎回证券而被剥夺；而且这种特权使得在保持原来的投资地位的同时获取投机利润成为可能。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，从长线投资角度看，附权证券能够带来投机收益，这种投机收益有可能使得这种证券成为一种理想的投资品种。

所以，投资者在购买附权证券时，应该考虑到其中有多大的投机收益，并把它作为是否值得投资的主要因素之一。

他说，附权证券利润分享的价值大小，主要取决于以下两大因素：一是这种债券安排的条款内容；二是它可以分享利润的前景。

如果就这样泛泛而谈，读者可能不容易理解，可是如果能举个例子，就不难理解这两种互不相关的因素了。

假如现在有这样两家公司：A 公司发行的一种债券面值为 100 美元，利息率为 6%，每 100 美元面值的债券可以转换成 2 股面值 50 美元的股票，每张股票的价格为 30 美元；B 公司发行的债券面值同样是 100 美元，利息率同样是 6%，不同的是每 100 美元面值的债券可以转换成 3 股面值 33 美元的股票，每张股票的价格也是 30 美元。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通过这两家公司的对比可以发现，B 公司债券的转换权条款更能吸引投资者。因为它的股票售价现在为 30 美元，只要上涨 3 美元，转换利润就产生了。可是相比而言，A 公司股票的价格要上涨 20 美元，才能达到这一条件。

那么，能不能仅凭这一点就简单判断 B 公司的债券更具有投资价值呢？当然不能。因为如果 A 公司的股票价格上涨了 1 倍或 2 倍，这时候 B 公司的股票价格究竟能上涨多少，谁都不知道。

不过，有一点可以肯定，那就是投资者无论购买哪家公司的债券或股票，强调其内在价值高低是首要的，特权条款是否吸引人是次要的。

虽然上市公司的内在价值高低，能在一定程度上通过特权条款是否优越反映出来，并且可以通过这种特权条款的价值得到补偿，但究竟能在多大程度上得到补偿，是很难事先计算出来的。

不过话又说回来，投资者应当比较关注特权条款，并不是因为这个因素的重要性，而是通过这种关注，能够从它身上更容易判断上市公司的投资价值大小。

例如，投资者如果能肯定，或者至少能通过某种合理的推断得出这样一个结论："A 公司股票价格上涨到 50 美元的幅度，比 B 公司股票价格上涨到 33 美元的幅度更容易"，问题就好办多了。

格雷厄姆说，投资者在考察利润分享特权条款时，就应当关注这种证券的投机利益大小。一般来说，在其他条件相同的情况下，每 1 美元投资所对应的投机利益越大，这种特权的价值就越高。

例如，兰德·卡戴克斯衣柜公司发行的债券利息率为 5.5%，每张债券附有购买 22.5 股 A 类股票的认股权证，原始购买价为 40 美元。而这种 A 类股票现在的市场价格为 42 美元，这其实就表明这时候投资者的投机收益为 42×22.5＝945 美元。或者可以说，每 1000 美元债券的投机收益为 945 美元。

另一家连锁店公司发行的债券利息率为 6%，每张债券附有购买 5 股普通股的认股权证，原始购买价为 10 美元，它现在的价格已经上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了 12 美元。这表明，这时候投资者的投机收益为 $12 \times 5 = 60$ 美元。或者可以说，每 1000 美元债券的投机收益为 60 美元。

从这两个例子中容易看出，当股票市场价格和转换价格相等时，债券的投机利益就等于其债券面额；如果债券对应的股票价格低、数量多，那么它所带来的投机利益价值也就相对高。

究其原因在于，低价股的股价波动比高价股的波动范围更大。例如，股价从 1 美元上涨 1 美元，增幅是 100%；而从 10 美元上涨 1 美元，增幅才只有 10%，这个道理是很简单的。

具体到上面所述的 B 公司来说，由于同样是 100 美元面额的债券，它所对应的股票价格更低、数量更多，所以投资者购买 B 公司的债券和股票，不但能转换成大量的低价股票，而且有机会获得巨额投资回报。所以仅仅从这个角度看，就可以认定这种投资的安全性更高。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者购买附权证券时，不能不考虑将来能取得多大的投机收益。一般来说，选择对应股票价格低、数量多的债券投机收益高，投资也更安全。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



廉价股更适合投资而不是投机

这类能够非常容易鉴定的廉价股，是一种出售价比其所代表的公司净流动资本少的普通股，在扣除所有重要债务之后，它意味着购买者根本不用为建筑、机器等固定资产或任何也许存在着的高商誉进行支付。几乎没有公司能证明哪种做法比运用较少资本进行管理更有价值，虽然也许能发现零散的例子。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，廉价股更适合于投资。这一观点和我国股市中通常是投机者才购买廉价股有很大不同。格雷厄姆在研究道·琼斯工业平均指数中的冷门股时发现了这一规律，并且这个结论已由多种渠道得到证实。

换句话说，有些投资者警告同行不要购买廉价股，理由是为了防止投资风险。其实在很多时候，这样的股票恰恰是没有投资风险的。

格雷厄姆说，他这里所说的廉价股定义是：一种建立在事实分析的基础上，表现出持有比出售更有价值的证券，其中包括以相当低的价格出售的优先股和普通股。

这句话实际上包括两层含义：一是这种价格低于内在价值是建立在事实分析基础上、有可靠依据的，绝不是凭空想象；二是这种股票握在手里比卖出更有价值，即值得拥有。

他进一步介绍说，发现廉价股的方法主要有两种。

一是采用格雷厄姆介绍的评价方法进行评定，这种方法建立在大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关该公司未来收益和增值统计基础之上，需要掌握一定的技术。通过这种方法得到的数据，可以用来衡量该股票是不是属于廉价股。

二是对上市公司的价值进行测定，侧重点是该公司的资产价值，尤其是净流动资产或流动成本。

当然，这两种方法所得到的结果和评价可能会不一样。当股市处于低迷阶段时，通过上述方法判定某些股票属于廉价股后，就可以作为投资决策依据了。

需要提醒的是，这些股票目前和近期的收益可能会不乐观甚至很差，但其内在价值比较平稳，而且其发展前景预示着其内在价值会超过现在的买入价格。

一方面，只有这样，才会导致该股票的价格较低，值得购买。如果投资者纷纷看好该股票，就可能得不到这样有诱惑力的买入价了。所以，投资者不能因为该股票的近期表现不好而一叶障目。

另一方面，该股票未来的发展前景比较稳定，虽然不一定会大红大紫，但至少会让投资者有一个相对稳定的收益回报。当然，这是和目前购入价格较低相比而言的。

格雷厄姆举例说，钢铁行业板块股票在股价循环涨跌上是比较典型的一类。敏感的投资者如果能在低价位买入这样的股票，等待该公司创造出良好的经营利润时卖出，通过这种方式赚钱是一件很容易的事。

不过要注意，买股票时不能仅仅根据收益和股价变动这两项信息作决定，因为有时候股价下跌并不总和上市公司利润下跌同步。

他举例说，通过对 1957 年 12 月购买的 85 种廉价股 2 年后卖出的实绩考察发现，其中赚钱的股票数量占 75%，而同期标准·普尔 425 种工业指数的赚钱数量比重只有 50%。

当时的美国股市平均价格水平并不低，股价一般在 150 美元左右。可就是在这样的背景下，上述 85 种股票中，有 78 种股票获利颇丰，7 种股票大约持平，没有任何一种股票发生重大损失。尤其是最后这一点，是许多稳健型投资者特别看重的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



把这85种股票按地区分类发现，这些上市公司分布在纽约地区的35种股票，1957年12月的总价格为419美元，两年后的1959年12月总价格为838美元；美洲地区的25种股票，总价格从289美元上升到492美元；中西部地区的5种股票，总价格从87美元上升到141美元；其他地区的20种股票，总价格从288美元上升到433美元。这合计85种股票的总价格从1083美元上升到1904美元。

格雷厄姆特别指出，投资者有必要重点关注那些“中等公司廉价股”。他对中等公司的定义是：股票所在部门在这个行业中比较重要，但却不是行业领头羊。它们的规模一般较小，但比社会上的那些私营公司规模要大；它们的重要地位与其他不重要的行业中的领头羊公司可能差不多。

他介绍说，在1920年美国股市大牛市中，一些原来没有名气的中等公司脱颖而出，从而让广大投资者觉得投资这样的股票比较安全。可是没想到，在1931—1933年的股市大萧条中，打击最严重的首当其冲就是这类公司，投资者对它们的看法也从一个极端走向另一个极端，认为这样的公司前景“无法预测”，股价在相当长的阶段内低得离奇。

他由此总结说，在这样的“中等公司廉价股”中，潜伏着巨大的投资机会。例如，道·琼斯工业平均指数中的领头股，1938—1946年股价涨幅只有40%，可是标准·普尔指数中的低价股涨幅却高达280%以上，这就是一个很好的证明。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资于股价低于公司净流动资本的股票安全性较高，是一种真正的投资行为。尤其是投资那些中等公司廉价股，投资回报率更有保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防御型投资者的组合投资策略

我劝告防御型投资者不要过于纠缠这个问题，比之单个的选择，应更强调多样化。附带地说，普遍接受多样化的观点，至少部分地否定了雄心勃勃的自负的选择。如果人们能准确无误地选择最好的股票，人们就会丧失多样化。在对防御型投资者建议的普通股选择的4个因素的界限内，有相当充分的自由选择的空间。从坏处想，放纵这种自由选择应该是无害的；此外，它可以使结果更有价值。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，防御型投资者选择股票投资策略时，一方面要注重购买高等级债券和各种一流普通股，并且确定所买股票的价格不是很高；另一方面，要注意投资品种多样化，多样化是他一贯坚持的观点。

他说，防御型投资者在具体选择投资品种时，主要有3种组合策略。

一是通过抽样调查得到有关一流股票的正确数据。

这里强调两点：一是要强调购买一流股票，以避免投资垃圾股所造成的冒险行为；二是在抽样调查基础上得到正确数据，即他经常说的有可靠依据的预测。

在这些股票中，既包括成长型股票，也包括廉价股。当然，这种成长型股票的价格不应该过高，只有这样才能确保投资获利。

格雷厄姆说，按照上述观点，最简单的办法是把所有资金平均投向于道·琼斯30种工业股票中的全部品种，例如每种股票都买5股。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二是排除那些股价与收益相比偏高的股票。

为什么要排除这样的股票呢？道理很简单，因为这类股票的投机性太强，不适合防御型投资者的性格特点。

格雷厄姆的建议是，在具体采取排除方法时，可以运用以下排除指标：股价不能超过该股票未来 7 年平均收益的 25 倍，或者不能超过最近 12 个月收益的 20 倍。如果超过了，就应当认为这样的股票价格与收益相比偏高了，不值得防御型投资者投资。

三是关注那些并不怎么流行的一流股票。

这些股票虽然是一流的，可是由于并非热门股，甚至还受到冷落，所以它的价格会低于实际价值。防御型投资者以低价位买入这样的一流股票，会大大增加获利空间。

最简单的方法是，每到年末，在道·琼斯 30 种工业指数中，专门去挑选那些股价相当于年收益来说倍数最低的股票，从中选择 10 种，然后仔细挑选，最终从中选择一些确定为投资对象。

那么，上述三种组合策略究竟如何运用呢?

举例说，如果以 1963 年 12 月 31 日道·琼斯 30 种工业指数中的全部股票为例，按照上述 3 种投资组合策略加以对照，容易看出，投资者在 1963 年初购买廉价股，到年末会比高价股多获利 1.75 倍、多得红利 1.8 倍。这一结论和他以前所作的研究结论基本一致。

格雷厄姆认为，无论防御型投资者还是进攻型投资者，购买股票的品种一定要强调多样化。

从上市公司类型看，公用事业类公司与其他公司相比，业绩增长具有更大的稳定性；不过，公用事业类公司内部不同证券之间的差异会很大。

究其原因在于，政府对公用事业类公司中不同类型的公司，倾斜政策是不一样的，从而导致它们之间的市盈率高低完全不同。虽然这种市盈率差异并没有工业类上市公司来得大。

显而易见，公用事业类公司业绩的稳定增长会导致它的股价一直偏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，但这不要紧，因为这是所有成长型公司面临的共同问题。如果和工业类股票、铁路类股票相比，它的投资回报率仍然会是最高的。

他举例说，1959 年美国股市中公用事业类股票的组合就最稳定，投资获利也最多。

在 1959—1964 年的 5 年中，公用事业类股票的平均价格上涨了 50%以上，而工业类股票的平均股价只上涨了 35%，铁路类股票价格的上涨幅度更是只有 18%。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，防御型投资者适合投资信誉良好的高等级债券，以及业绩优良、受人冷落的一流股票。当然，这时候仍然不能忘记要通过分散投资来降低风险。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧九

风险意识：

不在股市达到顶点时买入好股票

格雷厄姆认为："如果买进不好的股票尤其是那些由多种原因造成下跌的股票，错误就严重了。有时——事实上是经常地——他们犯错是因为在牛市达到顶点时买进了好股票。"此外，还要对一般认为投资风险较小的成长股、债券等品种抱有戒心。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



提高股票价格安全性标准

高品质知名证券的市场价格具有稳定地黏着于发行价格的特点，当一些证券内在价值不断贬损的问题未被分析手段查实之前，这种变化通常难以从市场价格中反映出来。因此，警觉的投资者有机会将这些证券及时转售给那些麻痹大意的冤大头们，后者被这些证券的声誉所迷惑，相对同类证券而言要低一些的价位也吸引他们去购买。这个过程中所存在的任何伦理道德问题在无情的市场看来根本不足挂齿，它只能被认为是一种对聪明人的奖赏和对失察者的惩戒。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股票投资很重要的一点是要提高股票价格的安全性标准。而要做到这一点，就必须在该股票的价格已经无法反映其遭到贬损的内在价值之前，就卖给那些麻痹大意的投资者。这样做，为的是自己股票投资的安全，和道德不道德无关。

从具体标准看，唯一的办法是要实现股票的安全边际远远超过所推荐的最低标准的要求。这样，即使在该上市公司收益锐减的情况下，也不至于会造成投资亏损；即使股价大幅度下跌，这时候也会有足够的机会从容地掉换股票，把它转手给别的投资者。

他说，举个最简单的例子，如果你购买了通用烤制公司发行的债券，年利率为 5.5%，而公司收益对该债券利率的比率平均高达 20 倍。那么在这种情况下，即使该公司的利润下滑到前面所述的保障倍数只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 倍了，你仍然可以把它卖掉，从从容容地换到另一种保障倍数高达 8~10 倍的债券（当然，其前提是这时候市场上必须有这种债券存在）。

因为，虽然这时候通用烤制公司债券的保障倍数只有 4 倍，可是仍然会有投资者认为这样的安全边际令人心动；更有投资者会傻乎乎地认为，这样的安全性似乎还不构成任何实质性威胁。

格雷厄姆说，当股市动荡或股市萧条时，这种对安全边际高标准、严要求的投资策略，一再被证明是一种明智之举。不过，你千万不要劝说所有投资者都相信这一点。这不但不可能，而且这样做对你也没什么好处。否则，还有谁去做冤大头呢？

需要提醒注意的是，符合这种高标准、严要求安全边际的证券，在股市中并不多见。并且，这种保障倍数高低与安全边际高低之间也没有必然关系。也就是说，并不是保障倍数越高，这种证券的安全边际就越高。

举个例子来说，如果该债券的年收益是负数，这时候还怎么去计算它的保障倍数呢？在这里，就要用到另一个最关键的指标“内在稳定性”了。

格雷厄姆认为，内在稳定性是衡量某只股票最主要的质的因素。这种稳定性，说穿了就是抗变动性，它的直接结果是形成股价变动的可靠性。

例如，美国通用银行公司 1923—1932 年间的收入从来就没有低于 1932 年利息支出的 10 倍；伍尔沃思公司 1924—1933 年间的营业利润，一直稳定在每股 2.12~3.66 美元之间。在这里就可以说，这两只股票具有内在稳定性。投资这样的股票，无论投资风险还是投资获利都会有切实保障。

当然，投资稳定性作为一种质的因素，有时候很难用数值来表示。决定这种稳定性的基础，是上市公司的业务性质，而不是统计数据。

他举例说，1932 年的美国股市中有这样两只股票：一只是第一国民商店，这是一家经营杂货的连锁公司；另一只是斯塔贝克公司，这是



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一家汽车公司。仅仅从统计数字看，两只股票具有许多相似性，例如，都是溢价发行；经营业绩也有相似性，都连续 8 年取得了高于优先股股利支出的收益。可是如果把目光聚焦在两家公司的业务性质上，就更容易看出第一国民商店的内在稳定性更好。

究其原因在于，这种杂货连锁店的经营特点本来就具有相对稳定性，例如，它有着比较固定的市场需求、存货周转率较快、地理位置多样化等，只要不实行鲁莽的扩张，经营业绩就不太可能有剧烈波动。

所以说，投资这样的股票会更稳重，投资收益也会更有保障。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆在这里其实说明了这样一个简单道理：在重量、高度相同的两个物体中，哪个物体的重心更低，它的重心就更稳定。这一点在股票投资中同样适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨慎对待刚上市的新股

仅仅由于收益诱人而去购买缺乏足够安全性的债券或优先股是不明智的。进攻型投资者应从与防御型投资者相同的基础开始，即在高等级债券和以合理价格购买的高等级普通股之间进行资金分配。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者如果仅仅因为这只股票的收益诱人就准备“搏一记”，这种做法不明智。

对照格雷厄姆的这一观点，纵观中国股市中有那么多股民想在刚刚上市的新股中淘金，这种做法也是不够谨慎的。

他说，所有投资者都应该留意新股，也就是说，在购买这些新股之前应该仔细调查和进行非常严格的测试，否则你对这样的投资就没把握。

他进一步介绍说：为什么要对新股“仔细调查”和“严格测试”呢？这里有两大原因。一是新股发行上市时总会隐含着一种特别推销术，投资者很容易上当受骗；二是大多数新股总是在“有利的市场条件”下发行上市的，这表明这种新股上市有利于卖方，而不利于买方。

一方面，美国股市中过去的新股发行大多属于高等级债权和优先股，购买对象主要是金融机构。在这种情况下，推销术对新股发行所起的作用就很有限。可是当新股发行范围扩大到二等优先股、普通股后，购买对象主要是散户投资者时，这种推销术就很容易给购买者造成伤



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



害了。

另一方面，新股发行通常是在股市发展具备发行新股的有利条件时进行的，这表明，投资者这时候购买这些新股会付出过高的价格。

这就是为什么新股开盘后股价节节走低的原因，归根到底一句话，它本来就不值这个钱。

格雷厄姆举例说，1945—1946 年、1960—1961 年美国股市中发行的低等级债权和优先股，购买对象基本上是个人投资者。研究表明，新股发行的推销术对这些购买者的欺骗性很大。

一般来说，如果根据适当的年限对这些上市公司业绩进行评判，好像并发现不出什么问题来。如果假设该公司目前的业绩收入会继续下去、没有严重倒退，它们中的大多数看起来仍然能够保证投资安全。

可是要知道，无论上市公司增发新股还是新的上市公司全发新股，都容易给投资者带来损失和失望。

通常的规律是，在牛市到达中期的某个时候，就会开始发行第一只新股。这种新股的定价毫无吸引力，可是其早期购买者却能创造较大的投资利润空间。接下来，随着股市继续攀升，发行新股的节奏会越来越快，上市公司质量也会不断变差，而且定价会变得越来越过分。

当新股发行中连续出现规模很小并且难以归类的上市公司，它们的发行价格甚至比那些规模中等、历史悠久的上市公司还要略高一些时，就表明牛市已接近尾声了。格雷厄姆说，这是一个“非常可靠”的信号。

毫无疑问，这时候投资新股的风险会很大。在许多情况下，这种投资新股的损失会达到发行价的 75%以上。

他说，过去的经验表明，在牛市末期购买的新股大多会下跌到它们的实际价值以下，下跌幅度与该新股发行上市时所高出的程度相对称。

格雷厄姆引用标准·普尔《股票指南》第 1 页上的一个例子来说明这一点。该案例说，1961 年 11 月，埃特纳·缅因特纳斯公司以每股 9 美元的价格发行了 15.4 万股普通股，上市后股价很快上涨到每股 15

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。

结果怎么样呢？几个月过去后，这只股票的价格下跌到只有 2.375 美元，两年后的 1964 年更是跌到只有 0.875 美元。并且请注意，在此期间该股一直没有支付过任何红利。

格雷厄姆提醒说，如果有投资者认为炒作新股一定发财，那他就一定要看看这个案例。正是因为该股当初发行时定价过高，才造成了崩溃。

所以他说，对理性投资者应该有一条基本要求，那就是要有能力抵抗那些牛市中发行的新股所采取的哄骗手段。即使这些新股通过了你的仔细调查和严格测试，也要看清这是不是特殊个例。

与此同时，理性投资者还应当具备一种本领，那就是看清楚这些新股高开高走是不是一种人为营造的投机气氛。别以为这是开玩笑，这种事例是很多的。

只有当你在几年后，看到所有投资者对该股票都没了新意，再按它的实际价值大小确定是否值得投资，这样的态度才是谨慎而正确的。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者购买刚发行的新股一定要谨慎。尤其要有能力抵抗牛市中新股发行商的哄诱，以及辨别新股高开高走是不是特地营造的投机气氛。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



私下交易股票风险重重

显然股票市场——就像法国谚语中的心脏一样——可以说出自己的一套理由。根据笔者的观点，只要这些理由过分叛离了理性思维和商业经验，普通股的购买者最后必然不可避免地要亏本，虽然暂时获得大量的投机所得是有可能的，或者一些幸运的购买者长期只赚不赔。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆与人交往非常坦率、诚实，可是他却无法避免因此上当受骗。相信这样的事情在许多投资者身上都发生过。

他有一位同事的主要工作是负责在场外市场招揽新的投资者。有一次，这位朋友在参加一次投资活动中，以每股 3 美元的价格从私人手中买下俄泰尔石油公司普通股，然后在场外交易中以 8 美元的价格卖出，狠赚了一笔。他对格雷厄姆说，如果他愿意，下次有这样的机会时可以带他参加。

1919 年 4 月，这“下一次”机会来了。当时有一家新成立的塞沃尔德轮胎公司，刚刚申请了一项专利，用来生产一种可以修补的汽车轮胎。要知道，汽车在当时已经成为一种流行的交通工具，相比而言，汽车轮胎的使用寿命太短，生产技术严重滞后。不用说，看起来这是一个很有前途的投资行业。

格雷厄姆投资 2500 美元，以每股 10 美元的价格，合伙购买了 250 股塞沃尔德轮胎公司股票。很快地，该股票价格就上涨到 24 美元，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高时上涨到37美元。他们的合伙人在最高点时卖出了该股票，也就是说，这时候格雷厄姆的投资回报率高达2.7倍。

接下来，塞沃尔德轮胎公司允许美国其他州的公司以许可证经营方式使用专利，而这些公司也以同样的方式发行股票上市流通。就这样，格雷厄姆参加了第二轮合伙投资。

格雷厄姆在25岁生日那天，收到一张支票，其中包括他投资该股票的本金和1.5倍利润。支票上当然不会有交易过程的明细记录，可是他想，原来投资该股票的第一轮回报就有2.7倍，现在怎么只有1.5倍了呢？碍于对方是同事的面子，他也不好意思提出来问个究竟。

第三轮合伙购买该股票的规模更大。组织者宣布，宾夕法尼亚塞沃尔德轮胎公司下只设4个分公司，其余46个州的生产程序全部进行公开出售，否则这些分公司会成为一种累赘。

格雷厄姆对此有些看不懂：一方面，投资这只股票确实有利可图，这一点已经得到实践证明；另一方面，组织者为什么要缩小规模，难道他们有钱不赚吗？当然，即使这时候他也没有怀疑组织者的挣钱能力。于是，他和朋友、同事又共同出资6万美元投入该项目。

当年夏天，塞沃尔德轮胎公司的原始股票价格最高时达到77.75美元。在该公司公开上市一星期前，股票持有者们就盼望着高开高走了，可是没想到，这时候的原始股票价格开始下跌，从一开始的下跌30%一直持续下去，直到变得一文不值，最后竟然无法上市交易了。

这样的结果大家都不愿意看到，当然更不可能想到。后来，格雷厄姆和朋友们参加了组织者召开的投资者大会。会上，组织者被迫按照投资额30%左右的比例返回本金。

至此，投资者应该看明白了，这实际上是一种以股票投资为名实施的诈骗活动。类似于这样的诈骗活动，现在也能看到。所不同的是，当时并没有证券交易委员会或证券交易者协会这样的组织可以投诉，投资者通常也不会想到利用法律武器来捍卫自己的权利。

在这次上当受骗以前，格雷厄姆就非常讨厌这样的私下交易；而在



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这次上当受骗以后，他就变得更是憎恨无比了。从此以后，他也更多了一个心眼，对华尔街上的市场操纵行为有了更深的认识。

以至于后来他在哥伦比亚大学教金融学时，经常把这个故事拿出来讲给学生们听。因为他知道，了解这类欺诈行为的投资者越多，这样的诈骗活动就越没市场。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股票市场中的内幕消息往往都是假的，私下交易、场外买卖股票的风险就更大了。像他这样的业内人士都会上当，也难怪普通投资者上当了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解公司为什么更正数据

在将普通股价值建立在公司报告的每股收益基础之上的情况下，公司管理者通过随心所欲的和不正当的方法控制公司股票价格水平可以说是易如反掌。尽管我们可以肯定绝大多数管理者是诚实的，但是疏松的和“别有用心”的会计方法是一种传染性很强的通病也是不可否认的。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，即使股票价格是建立在每股收益基础之上的，通过人为和制度的因素控制股价也易如反掌。

也就是说，无论上市公司的管理者还是会计制度本身，要想通过捏造公司收益并借此来影响股价变动，仍然是司空见惯的。与此相比，投资者还很容易被蒙蔽。

他说，投资者特别要关注上市公司主动更正相关数据的行为。在这些数据变动中，必定存在着某种隐情。据此深入挖掘，很容易发现问题。

例如，美国股市中有一家克拉夫特乳酪公司，它在 1927 年之前有相当一部分广告支出被列入递延费用，准备用今后的经营成果慢慢摊销。比如在 1926 年，该公司大约投入 100 万美元广告费用，其中只有一半被列入当期费用，冲抵收益。

按理说，另一半费用应该列入递延费用账户的，可奇怪的是，该公司却把这部分已经支出的广告费用用来冲减利润结余；更让人看不懂的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是，在递延费用账户中，在过去几年累计结转的余额中，大约有 48 万美元通过冲抵利润结余而被一笔勾销。

就这样，1926 年出现在该公司向股东大会提出的财务年报中的收益总额为 107.1 万美元。1927 年，该公司准备将增发的股票申请在纽约股票交易所上市，大概是发现上年这样的账务处理容易引火烧身，于是又将已经公布的 1926 年的总收益 107.1 万美元重新更正为 46.2196 万美元。

格雷厄姆说，如果不是该公司不打自招，许多投资者都会被蒙在鼓里，根本不知道该公司的总收益实际上只相当于原来公布的 43%。

他认为，上市公司偶然产生的盈利或亏损，在什么样的情况下、在多大程度上能够冲抵当年经营成果，确实是一件不容易把握的事。

尤其是遇到 1932 年这样的股市大崩溃，几乎每家公司都为在当年的收益不至于过于难堪，千方百计采取措施，很不恰当地调整盈亏账户。

遇到这种情况，投资者为了恢复当年收益的真实面目所作的努力，许多是徒劳的。因为这其中有许多收益是捏造出来的，令人防不胜防。

例如，1932 年美国机械和金属公司用巨额费用冲抵盈利，从而造成过度亏损。这样做的目的，其实是为未来的利润账户增添一些亮色。

1932 年 12 月 31 日，该公司的存货和应收账款余额为 200 万美元。据此进行倒推，该公司 1933 年的收益大约有 20 万美元。而现在该公司通过盈亏调整，把存货和应收账款余额调整为 160 万美元，这就意味着该公司 1933 年的收益大约可以相应增加 40 万美元，增加到 60 万美元。

别看这 60 万美元的金额好像并不十分庞大，可是要知道，如此这般调整后的收益，却比原来增加了 2 倍。也就是说，这使得它的真实收益在原来的基础上扭曲了 3 倍。

格雷厄姆说，这个例子是比较恶劣的，也是比较典型的篡改账目。

由于从盈利或资本中计提资金，把它作为收益来对待，这种会计舞弊方法并不为广大投资者所熟识，甚至连专门的证券分析家也很难察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉，法律部门和股票交易机构对此好像也无可奈何，所以这种危害很严重。

再看看捏造收益的另一种常用伎俩：存货的亏损。一般来说，除非遇到非常特别的外部经营环境，否则在把存货的价值减少到市场价值同等水平时，最常用的方法是冲减当年收益，而不是冲减往年利润。可是，这个问题同样不被广大投资者包括证券分析师所关注。

1925—1927 年，当时美国市场上的橡胶价格波动得非常剧烈。在此期间，美国橡胶公司为了提取存货储备和减计存货价值的需要，冲抵了 2044.6 万美元收益。可是在递交给公司股东的年度报表中，却没有包括在收益项目中，而是以调整往年利润的形式出现了。尤其令人惊讶的是，该公司在 1927 年有 891 万美元的存货亏损，明显是用来自它的子公司天然橡胶制造公司转入的 800 万美元的往年收益冲抵的。

该公司为什么要这样调整呢？原来，如此一来，公司每股收益数据就出现了明显误导结果。如果没有这种非法调整，1925—1927 年间该公司每股收益年平均可达 8.91 美元，而经过这般调整后，每股收益年平均只有 0.49 美元了，对投资者产生了严重误导。

格雷厄姆指出，类似于这种调整收益的例子，不只存在于存货调整中，在折旧和摊销费用等的调整中也比比皆是。当投资者发现这种非正常调整因素后，必须弄个一清二楚，否则很容易导致错误决策。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，对于不具备财务知识的普通投资者来说，要识破管理层或会计方法调整收益的伎俩是困难的，但可以从上市公司主动调整数据中发现破绽。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对成长股要坚持理性投机

就成长股来说，它应该有利于建立价值的投资构成，这个价值要大致地与20倍于当前收益的最大建议值相一致。市场价的平衡可以说是代表了投资者对企业投机可能性的估计。这种可能性不仅是真正重要的价值因素，而且在大多数前景看好的情况下，它们可以比投资成分增加得更快。不过，我们会区分它们并称之为投机。由于很大程度上依赖于未来的发展，包括股市的发展，所以它们不可能设计得让人十分信服。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资和投机并不是泾渭分明的，很多时候两者纠缠在一起很难分开。不过对于成长型股票来说，投资者购买这种股票的目的本来是为了投资，虽然有时会收到投机效果。当然，投机也并不是一无是处，歪打正着的收益有时候比一门心思的投资更理想。对于投资者来说，这时候即使是投机，也要坚持做到理性投机。

他说，据此研究一下对成长型股票的价值投机是很有意思的。就投资和投机之间的区别看，它本是随着时代发展而改变的。

1948年那时候，90%以上的美国人反对买股票，其中一半人认为买股票“不安全，是一种赌博”；另一半人根本“不熟悉”股票究竟是怎么回事，所以不敢买。后来，当股价大幅度上涨，人们亲眼目睹不少人因为买股票发了财，才改变了对买卖股票的观念。

不过令人奇怪的是，当股市发展过快、股价过高时，主流观点却认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这时候买股票是“投资”，股民都是“投资者”；当股市发展低迷、股价低廉时，主流观点却认为这时候买股票是“投机”，股民反而成了“投机者”。

他说，对于普通投资者来说，应该能认识到股票买卖中固有的投机因素，并且把股价控制在一个合理范围内。当股价超出了这个范围，就应当及时卖出股票，以避免投机风险的积聚，殃及投资获利。

他举例说，在美国股市中有两家非常重要的上市公司，一家是国际商业机器公司（IBM），另一家是国际收割机公司。这两家公司都以“国际”开头，业务范围却根本不同，一同在纽约证券交易所上竞争了许多年。

1961 年，国际商业机器公司的股价高达 607 美元，每股收益（包括海外收益在内）却只有 9.10 美元。国际收割机公司的股价为 55.25 美元，每股收益为 2.41 美元。

根据格雷厄姆前面所说的原理，如果把股票的市场价格确定为当前收益的 20 倍来计算，那么国际商业机器公司的股价最多值 $9.10 \times 20 = 182$ 美元；如果以市场价的 1/3 计算，则最多值 $607 \div 3 \approx 202$ 美元。

既然这样，那为什么还有投资者在 607 美元的高价时买入该股呢？那就要看他们对国际商业机器公司这只股票的发展前景究竟怎么看了。

无论他们怎么看，格雷厄姆认为，这其中都隐含着相当大的投机成分。这种投机性有多大呢？通过计算可以得知：$607 - 182 = 425$ 美元，可以说，投机成分占绝大部分。

接下来，再来看一看国际收割机公司。该公司处于一个最重要的工业领域的领导地位，1961 年的账面价值为每股 68 美元，5 年来的平均收益为每股 3.20 美元。根据这些数据，投资者就能得出这样一个结论：1961 年它的市场价格最多值 $2.41 \times 20 = 48.20$ 美元。而现在它的股价为 55.25 美元，其中投机性占 $55.25 - 48.20 \approx 7$ 美元。

通过这样一对比，投资者就会更倾向于购买国际收割机公司的股票，因为它的投机成分较小，投资风险小得多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接下来股市的发展是，1962 年这两只股票价格都下跌了，并且国际收割机公司的股价跌得更多。这似乎和上面说的观点不怎么吻合。但不要紧，请继续看下去。又过了一年到了 1963 年，两只股票的价格都上涨了，这次国际收割机公司的股价涨得最厉害。

上述股价波动规律表明，对成长型股票投机性作用的判断，仅仅通过一两次股市波动还不能得到完全证实。但从一个相当长的时期看，投资者只要掌握恰当的买卖时机，就一定会在投机风险小的股票上获利更多、更安全。

所以他认为，一个真正的投资者在购买国际收割机公司这样的股票时，它对公司财务方面的要求和心理状态方面的选择会更平和。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投机虽然不可避免，却不道德，绝大多数人不可能通过它来致富。如果不能完全避免投机，至少也要坚持理性投机，即意识到自己是在投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长股也可能跑不赢大盘

聪明的投资者能够成功地在次等普通股中运作，他只在廉价时买进。这意味着当它们的短期前景看好也就是普通的购买者可能对它们很感兴趣的时候，聪明的投资者几乎不会买进它们。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，成长股当然好啦，因为它处于“成长”过程中；可是如果买入的价位不合适，获利收益就会低于股市平均水平。所以，如果其他投资者纷纷看好这类股票，“聪明的投资者”就不该投资它们。

这样做的理由是：和投资者的愿望相反，成长股往往是跑不赢大盘的。

他说，投资成长股的主要是进攻型投资者。而进攻型投资者的投资策略，与防御型投资者不同。防御型投资者的主要投资策略是排除：首先是排除明显的绩差股；然后是排除那些价格已经很高、很容易卷入冒险行为的绩优股。可是对于进攻型投资者来说，为了获得超过平均收益水平的获利，就必须主动出击。但这种主动出击，目光并不能只盯着绩优股。

他说，从道理上讲，投资者要想获得股市平均盈利并不难。举个最简单的例子来说，你只要等量购买道·琼斯 30 种工业指数中的全部股票，那么无论股价涨跌，你都能得到平均收益。但绝不要由此认为获得超过平均盈利是一件容易的事，虽然这在理论上是完全可能的。

他指出，别说那些普通投资者，即使是资格最老、规模最大的基金



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司，他们集中了那么多金融分析家和专业机构研究人员，整天在那里努力工作，最后的投资获利回报也很难令人满意。

别看他们的研究费用每年大约只有0.5%甚至还不到，可是从绝对数看，这绝对不是个小数字。不过，如果投入这笔费用能够获得更大的投资回报，这就是以小博大、小巫见大巫了。因为要知道，无论在1951—1960年的10年间，还是在1954—1963年的10年间，美国股市中每年的股票总收益都达到15%，这种研究投入相比之下微不足道。

现在的问题是，这些费用投入后最终有没有达到目标呢？

总体来看，那些完全投资于股票的基金公司，很多年里的投资回报率都没能达到标准·普尔500种股票综合指数的平均水平，非常可惜。

他以威森伯格的权威著作《投资公司手册》（1964年版）中的数据为例，来证实这一观点，具体见下表。

名称	收益（资本股利再投资）	收入（股利）	综合
23种多样化增长基金	226	44	270
31种收入增长基金	156	52	208
14种收入增长基金	152	68	220
标准·普尔500综合指数	203	75	278

表中的统计数据时间跨度为1954—1963年间，先后长达10年，应该说完全能说明问题了。无论是投资23种股票、31种股票还是14种成长股的基金，收益水平都没能达到标准·普尔500综合指数的平均水平！

这一结论虽然令人难以相信，却是事实。格雷厄姆分析说，究其原因主要有以下两点。

一是股价变化总是偶然的和随机的，甚至是不可预见的。

分析家和投资者如果要去试图预见根本不可预见的东西，那么无论他们多么聪明、多么周密，结果注定是没有效果的。

他说，你只要看看证券分析师的人数在不断增加或许就能想到，那么多人七嘴八舌、观点各不相同，他们的个人偏爱以及无所谓对和错的乐观态度，表明他们即使偏爱某一类股票，这类股票也无法保证就能领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跑于整个股市大盘。

这和打桥牌有些相似。从某种意义上说，参加桥牌比赛的选手专业技巧都在同一个水平上，可是人人都想自己手中的每手牌得分最高，这又怎么可能呢？最后真正能取胜的，往往取决于各种叫停，而不是更高的打牌技巧。股票预测也是如此。人人都想找到最可能获得成功的股票，但最终只能是极少数人心想事成。

二是许多股票分析师和投资者往往偏爱成长股。

他们通常认为，这样的股票最有发展前途，它们具有优秀的管理者、良好的经营业绩，所以即使股价较高也会照买不误。

从理论上看，这种做法是合乎逻辑的。因为无论是股票的价值还是价格，理论上都是会无限增长的；可是在实践中，即使最好的股票也不可能在相当长的一段时期内不间断地高增长。投资者如果踏错了节拍，原来的美好设想就会化作泡影。

格雷厄姆承认，他也知道上述两种解释或许并不能说明问题。不过，他奉劝投资者在购买成长股时，千万不要小看或忽视了股市中的其他股票，否则他就只能从过低的股价中获得投资收益了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资股票不必迷信成长型股票。实践证明，成长型股票的总收益低于平均回报率。所以，聪明的投资者是不会在较高价位买入成长型股票的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券风险不一定比股票小

那些认为只要是债券就必定安全，就必定比股票风险小的错误看法，已经发展到了危险的地步。我们认为与其假设债券这种形式本身就代表了安全性——这正是目前人们的普遍做法——不如放弃假设而更多地关注事实，即（普通）债券是一种收益有限的投资工具。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，普通投资者总以为债券的风险要比股票小，其实这种观点是错误的，谁都无法作出这样的保证。

他说，在投资者的概念中，投资债券的风险一般来说会比投资股票小一些，但这不是因为它是“债券”造成的。真正的原因在于，大多数上市公司在这方面比较诚实，没有一定的把握，不会轻易举债。

举个简单例子来说，如果一家公司既没有资产又没有盈利能力，那么这时候无论它发行债券还是股票，都是一钱不值的。

他说：“将债券与股票分为两类的做法主要是考虑到债券是一种安全的投资工具。于是有投资者就相信‘债券’一词就意味着使投资免受损失的某种保障。这种想法不仅站不住脚，在很多情况下更成为严重亏损的罪魁祸首。投资者没有因这个错误观念而栽更大的跟头，完全是因为不诚实的证券发行商恰巧也很少利用债券这种形式所具有的投资声誉做文章。”

他介绍说，人们习惯上把证券分为两大类别，即债券和股票，其中股票又可以分为优先股和普通股。这种分类方法的主要标准是投资者法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律地位的不同。具体地说，债券的投资者是借款人，拥有优先获得固定本金和利息的权利；而股票投资者是上市公司合伙人，在享受所有者利润的同时，需要承担主要风险。

在投资债券或股票时，没有谁能保证债券投资风险一定比股票小，也不能保证债券投资比股票投资更具有吸引力。究其原因在于，债券投资收益，不可能比它完全、明确拥有整个上市公司时所能得到的收益更大。

举个例子来说，如果你借款 10 万元给某家公司所得到的利息，并不一定会比你用这 10 万元创办这家公司的盈利更多。这个道理是很简单的，可惜许多投资者受“债券代表安全”观念的影响，把它抛在了脑后。

格雷厄姆举例说，美国运通公司 1914 年开始进行清算，截止到 1918 年 5 月，总额为 10 万股的股票每股能获得 52 美元的清算股利，其剩余资产主要包括美国运通公司大楼，以及另外两处账面价值为 68 万美元的房产所有权，基本上没有负债。当时它的股票价格为每股 15 美元，表明其总资产大约为 15×10=150 万美元。1919 年 12 月，美国运通公司大楼及其相邻房产以 372.5 万美元的价格售出。

容易看出，投资者如果投资这家公司的股票，相当于只要花费 150－68=82 万美元，就能拥有这幢大楼；而现在这幢大楼出售价格高达 300 多万美元（当时的评估报告认为，实际价值应在 500 万美元以上）。这非常清楚地表明，这家公司的股票投资者仅此一项的投资回报率就在 3 倍以上。而如果投资这家公司的债券，年利率最多只有 3%~6%。

这样一比较，究竟是投资债券的风险小还是投资股票的风险小，就一清二楚了。在这里，投资不同证券所获得的回报率大小，显然也是投资风险之一。

由此，格雷厄姆认为，应该把证券的种类从原来的债券和股票两类，重新划分为以下三类，这样就不容易给投资者造成误导了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一类：投资型债券和优先股

主要是指固定价值类证券，以优质债券或优先股为代表。投资这类证券的目的，是为了考虑本金的安全和稳定的收益。

第二类：投机型债券和优先股

主要是指变动价值类高级证券，它又可以分为以下两类。

1.可转换债券

即那些安全性高，并且有获利可能的证券，以优质可转换债券为代表。投资目的是，既要考虑投资安全性，又想获得额外利润。

2.劣质高级证券

即那些安全性不高的证券，以劣质债券或优先股为代表。投资目的是，在明显感觉到亏损风险存在的同时，获得风险利润。

第三类：普通股

主要是指具有普通股特征的证券，它可以是普通股、优先股，也可以是债券。关键是看它的实质，而不是名称。

与投机型债券和优先股相比，普通股没有它们所拥有一些优先权利，所以少了这样一层保护。

从理论上说，普通股具有无限获利的可能，而不像投机型债券和优先股那样，无论获利多少都有一定限度，这一点有很大差别。

格雷厄姆投资智慧结晶

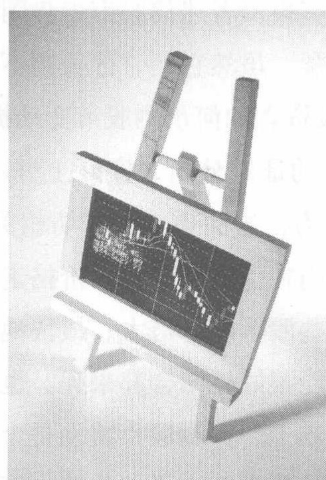
千万不要仅仅凭这种证券是股票还是债券，就凭空想象它的投资风险大小。把证券简单分为股票和债券的方法，在这方面对投资者是有误导作用的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

简易判断：

能够长期支付股利才算是好股票

格雷厄姆认为：“对股东最有利的办法是根据公司的收入和证券的实际价值支付公平合理的股利。”他的研究表明，如果某股票能长期支付股利（20 年以上），就表明该股票的实力很强大，投资这样的股票风险很小。偶尔增值的股票是很少分配股利的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市走势图分析不是一门科学

我们说图表分析不是一门科学完全是有根据的。假定它是科学，其结论就可以作为可靠准则。这样，每个人都能预测明天或下星期的价格变化，由此每个人都能通过适时买卖股票而不断赚钱，这显然是不可能的。稍加思索就会明白，人们不可能对处于人类自身控制之下的经济事件作出科学预测。这种预测的“可靠性”将使人们采取相应的行动，而这种行动反过来又会推翻当初的预测。因此，有思想的图表分析家承认，只有在少数人掌握这种科学方法的情况下，才能不断地取得成功。由于这一点，我们就可以推论，不存在曾长期不断获得成功并广为人知的图表分析方法。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，许多投资者迷信股市走势图等技术分析方法，其实这些方法并不是一门科学。虽然它们“曾长期不断获得成功”“并广为人知”，可是却不能给投资者如何预测股市变动提供可靠依据。

他认为，他所擅长的证券分析，实际上并不包括预测股价走势在内。虽然许多投资者认为，这两项工作密切相关，但实际上是两码事。证券分析的侧重点是其内在价值，而股市价格走势变动则需要适时掌握买卖技巧，以期确定哪些股票即将最大、最快地上涨。

那么，这两者能不能很好地结合起来呢？也就是说，能不能在分析上市公司内在价值的基础上，预测股市特别是个股的未来走势呢？

格雷厄姆说，这样的要求超出了他的能力范围。即使华尔街上的绝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数证券分析师，他们的主要精力也是放在预测“总体”市场而不是个股走势方面的。

格雷厄姆观察发现，大约1927年以前，侧重点放在上市公司内在价值分析上的证券分析方法，还颇为盛行；从此以后，股市走势图的技术分析方法开始盛行起来，并且追随者越来越多。

可是他说，如果有人想纯粹地从股市发展的历史表现中挖掘材料，用它来预测未来走势，那么这和占星术及巫术恐怕没多少区别。

这方面最典型的是弗雷德里克·马考勒1925年在美国统计协会会议上的一番评论。他说，他曾经几千次地抛掷硬币，假设硬币的正面朝上表示股指“上升1点”，硬币的背面朝上表示股指“下跌1点”，然后据此绘成一张股市“走势图”。

说这是一张“股市走势图”还真的非常贴切。因为它在各方面都和典型的股票图表非常相似，同样有阻力点、趋势线、双顶形态、积聚区间等，只是你再也不能从中找到它未来的“头部”和“底部”在哪里！

格雷厄姆认为，通过股市走势图等图表分析来预测股市走势，这不是一门科学，也不可能在实践中取得持久成功；偶尔取得的“成功”，也根本不能说明什么问题。

那么，图表分析法为什么会一直风行到现在呢？他解释说，这主要是因为它与那些毫无章法的投机行为相比，还是有一定“优势”的，它至少能给人提供一些似是而非的东西。

从逻辑推理上看，利用图表分析预测股市走向，它的理论基础主要有以下两点。

一是投资者关注的个别股票以及整个股市大盘，恰好反映了那些对它感兴趣的投资者的行为和态度。也就是说，主客观两方面恰好是吻合的。

二是投资者关注的个别股票以及整个股市大盘，它们过去的表现依然能代表着未来走势。

格雷厄姆认为，这两点显而易见都是不成立的。即使投资者利用图



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表分析，对个别股票或整个大盘过去的走势了如指掌，也不意味着就能在未来实际操作中有多少获益。因为归根到底，上市公司过去的每股收益对其未来收益有一定参考，但这种参考本身是不可靠的。

他说，这颇有点像买赛马彩票。如果你买了赛马彩票后，对它进行孜孜不倦的研究，从各种各样的图表分析中掌握有关参赛者相对优势的各种信息，也无法保证你就能从赛马博彩中取得成功。

他说，对个别股票的预测，除了这种常用方法，还有一种是建立在考虑总体和特定商业环境、货币利率、政治前景等各种经济因素基础之上的机械预测，这种方法在实践中同样处处碰壁。

这种被称为“高炉理论”的预测方法，最早是克利夫兰德信托公司的C.里昂纳德·P.艾勒斯倡导的。其主要观点是：证券价格通常在使用中的高炉数减少到总数的60%时达到最低点，在使用中的高炉数增加到60%时达到最高点；债券价格在生铁产量出现低点后大约14个月时达到最高点，股票价格在生铁产量出现低点后大约2年时达到最高点。

他说，这种方法看起来神秘莫测，实际上很难令人信服。

他强调，他只能从事证券分析，难以胜任个股预测。虽然这两者之间有相通的地方，但前者强调要通过某种“安全边际”来保护自己、保卫投资成果，而后者则否认这一点。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者如果想从过去的股市走势中找到未来发展轨迹是徒劳的。你当然可以参考它过去的走势，可是这与它未来的走势又有什么必然关系呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析具体股票时要考虑的因素

证券分析的目的就是回答，或帮助回答一些非常实际的问题。其中最常见的恐怕要是：出于某一特定目的，应该选择购买什么样的证券？对于证券S，究竟是应该买入、卖出还是持有？在考虑解答所有这类问题时，都会有意或无意地碰到下面4个主要因素：①证券；②价格；③时间；④人。更完整地表达，可以用这样一个问题来概括：某人I是否应该在某一时间T，以某一价位P买入（或卖出，或继续持有）证券S。于是又产生了一些相关的话题，比如讨论这4个基本因素的相对重要程度。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，证券分析无非是要围绕证券、价格、时间、人这4个因素来加以研究，讨论在这个特定的时间、特定的价格、特定的投资者面前，是否应该买入、卖出或持有这只特定的股票。

根据他的观点，这4项因素具体应该这样分析。

一是人的因素。

无论什么样的股票和债券，都需要投资者参与其中。而每一个投资者的财务状况、个人性格、投资风格、投资目的各不相同，所以，不同的投资者会对其他3项投资因素作出不同的评判标准和反应。

例如，对于某只具体股票来说，对具有经营头脑的投资者很可能是有吸引力的，而对于一位信托管理人员或靠微薄的遗产过日子的寡妇就会截然不同。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



同样的道理，同样是年收益率为3.5%的股票或国债，前者需要纳税，后者不需要纳税，这对投资者的吸引力也会有所不同。

当然，除此以外，与投资者相关的个人因素还有很多，如投资者个人对股票业务的熟悉程度，个人的脾气和爱好，等等。但无论如何，这些因素都不是股票投资中最重要的影响因素。

二是时间因素。

对某只股票作出分析的时间，在一定程度上会对投资结果产生影响。更不用说，每家上市公司在不同时间也会有不同的业绩表现，这种业绩表现会影响投资者对该股票的看法和评判。

毋庸置疑，评判某只股票好坏的主要依据是其内在价值和收益率，而无论内在价值还是收益率，尤其是收益率，是随着形势发展变化的。

例如，1931年6月一种收益率为5%的最高级铁路债券就是非常理想的投资品种，因为当时其他债券的平均收益率只有4.32%；可是仅仅6个月过去后，它就变得毫无吸引力了，因为这时候其他所有债券的平均收益率已经达到了5.86%。

毫无疑问，什么时间买入股票很重要，但投资者在分析时应该尽可能淡化这种因素，即在任何时候这种分析方法都要能适用。

三是价格因素。

价格因素是股票分析中不可或缺的，否则，离开了价格去分析股票简直不可思议。不过应当注意的是，价格因素虽然重要，却一般只能属于从属因素。因为与价格因素相比，投资安全性是更重要的。

一般来说，如果股票投资是安全的，这时候无论价格高低都不怕；如果这种投资不安全，那么即使股价再低，也不能贪便宜。

当然，这一观点不能一成不变，应当根据股市行情灵活运用。说得更明白一点就是，在错误的价格上买卖股票，与买错了股票品种的危害性不相上下。

例如，1939年到期的美国电话电报公司可转换债券的年利率为4.5%，它在1929年的最高价为227美元、最低价为118美元。虽然其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本金（面额部分）和利息的安全性有可靠保障，可是如果你当年在高于200美元的价格买入该债券，同样具有极大风险。

事实上，1930年它的最高价是193.375美元，最低价是116美元；1931年的最高价是135美元，最低价是95美元。这表明，如果你在200美元的价位买入该债券，很可能会在未来造成一半的实质性损失。

四是证券因素。

证券投资当然主要应考虑股票本身的因素，包括股票价格、种类、条款、当时的状态和表现等方面。

格雷厄姆说，这方面的因素最难把握。因为在一只看起来很不错的股票上往往会造成不利后果，而在一只看起来很不妙的股票上往往会跑出一匹"黑马"，这样的情形司空见惯，这是投资者预先怎么也想不到的。

他说，尤其是后者，这种情形更值得关注。

例如，在1932年，美国股市上有一种布鲁克林联盟高架铁路第一债券，年利率为5%，1950年到期，当年的售价是60美元。如果按照这样的价格计算，到期收益率为9.85%。

可是要知道，在当时的美国股市上，电力铁路行业被普遍认为无利可图，原因主要是来自汽车的竞争和管制、费用合约的压力。

而最后的实践表明，这是一种很安全的投资品种，不但公司经营非常稳健，而且效益十分可观，投资这样的债券几乎没有风险。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，综上所述可以归结为两点：对于缺少经验的投资者，无论如何都不要投资不良股票；对于富有经验的投资者，投资任何股票都要等待价格最低时。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



可以通过折旧推算盈利水平

原则①：只有同时具备了下面两个条件，公司的折旧费用数字才可以作为分析的依据：a.它们是根据有关固定资产的公平估价的常规会计原则计算出来的。b.工厂设备账户的净额在一段时期中要么有所增加，要么保持稳定。原则②：如果折旧费用总是超过花费在财产上的现金支出，那么在分析家的计算中可以降低这种费用。在这种情况下，应将平均现金支出额作为一种暂定的折旧费用从收益中扣除出来，其余的折旧视为废弃风险的一部分，这种风险往往使得平均现金盈利能力的估计价值降低。原则③：如果公司的折旧费用既低于对财产的平均现金支出，又低于适用于企业固定资产的公平估价的公认会计原则所规定的储备额，那么在分析家的计算中应该提高这种费用。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，从投资者角度看，许多会计制度本身的规定并不能反映企业经营的真实情况，至少不利于投资者对股票内在价值的分析。

就拿折旧项目来说，它与其对应的财产价值有关。投资者关心的重点，不是上市公司的会计核算是不是符合会计准则的要求，而是能否反映投资者需要了解的真实情况。

也就是说，通过这样的会计核算得到的数据，能否满足投资者的真正需要。

笼统地这样说，似乎很难理解，可是如果通过一个实例来加以说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明，就相对容易得多了。

例如，美国股市中有一家上市公司叫尤里卡管道公司，1926 年它的收益为 198.2 万美元，提取折旧前的净收益为 48.6 万美元，当年提取折旧 50 万美元。这表明，在根据会计准则提取折旧后，它的普通股收益余额变成了亏损 1.4 万美元，分摊到其 5 万股普通股身上，平均每股亏损 0.28 美元。

可以说，如果从股票投资者角度看，这样的投资毫无价值。可是，这个结论如果放在上市公司看来，就截然不同了。

同样是从折旧角度看，1926 年该公司提取折旧额 50 万美元，其中用于设备更新改造等的实际支出为 23.9 万美元。这表明，当年没有花出去的折旧费还有 50－23.9＝26.1 万美元。

在提取折旧费后，该公司的年收益变成了 -1.4 万美元，而实际上，由于它当年提取的折旧费中有 26.1 万美元根本没有花出去，这表明该公司有－1.4＋26.1＝24.7 万美元的现金被补充到了营运资金中去，或者已经被用在了支付股利上（支付股利是通过抵减往年盈亏账户实现的）。

而实际上，当年该公司支付股利 20 万美元。这表明，该公司当年的净速动资产仍然增加了 24.7－20＝4.7 万美元。

一系列分析表明，即使上市公司完全按照会计准则来办事，可是由于投资者和上市公司所处的立场不同，得出的结论也会完全不一样。

仍然是这家尤里卡管道公司，虽然它在提取高额折旧费用后“分文不值”，可是从企业生产经营角度看，它仍然具有相当大的存在价值。

在这里，投资者又怎样来看待有关折旧问题呢？投资者显然无权修改会计制度（其前提条件是这个制度本身有问题），也不知道该公司固定资产的有效寿命有多长，不知道更换这些固定资产需要多少成本，但投资者能从中估算出该公司的盈利能力，而这才是最重要的。

上面已经提到“已花费折旧”的概念，具体数额是 23.9 万美元。对于上市公司来说，这个概念可以看做是该公司在生产经营中必须计提折旧的最低限度。如果计提折旧的数额小于这个数字，就会表现出折旧



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



备抵额不够，从而需要增加新的费用开支（表现为固定资产支出）。

与此同时，投资者还应当考虑该公司全部固定资产最终完全损坏时，彻底更新改造需要多大的支出需求。与其说这是一种会计核算方法，还不如说是一个很现实的投资问题。

就尤里卡管道公司而言，没有任何迹象表明该公司会在一个可以预见的时间内彻底更换所有固定资产；相反，由于该公司的主要固定资产是管道，而管道就像铁路公司的铁轨一样，经过日常保养、维护、修理，使用寿命是很长的，说是“无限”也不为过。

这样看来，该公司 1926 年折旧前的净收益为 48.6 万美元，扣除实际更新改造支出 23.9 万美元后，其差额 48.6—23.9＝24.7 万美元就表现为该公司的盈利能力，相当于每股 4.94 美元。

请注意，上市公司的盈利能力是特别值得投资者关注的。如果投资者认为自己购买该股票，希望达到 20%的投资收益才能抵挡得了投资风险，那么这时候他购买该股票的价格应该在 4.94 ÷ 20%＝24.7 美元以下。

格雷厄姆说，通过这种方式估算出上市公司的盈利能力以及股价投资区间，得到的数据要比上市公司提供给股东的数字更接近于实际，也更真实可靠。

格雷厄姆投资智慧结晶

● 格雷厄姆认为，与考察上市公司的每股收益水平相比，投资者不可忽视对其盈利能力的评估和推算，这会有助于投资者确定合理的股价投资范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股利支付能反映真实投资价值

股东有权获得来自于属于他们的资本的收益，除非他们决定将这些收益再投资于企业。只有在得到股东的明确批准的情况下，管理者才可以留存收益或将收益用于再投资。这些必须留存下来以维护公司地位的“收益”根本不是真正的收益，它们不应该以利润的形式出现在财务报表中，而应该作为必要的储备从损益账户里扣除，并附以充分的说明。强制保留的盈余是一种虚设的盈余。



——本杰明·格雷厄姆

格雷厄姆认为，上市公司所创造的盈余首先应满足股利分配需要，而不该强行留下来作为公司收益，哪怕是用于真正的再投资。

除非股东大会明确同意这样做，否则这种强制保留的盈余水平就带有某种欺骗性，不应该通过利润的形式出现在财务报告中。

从这个意义上说，股利支付能够真正反映一家上市公司的投资价值。只不过现在有太多的上市公司不肯派发股利，从而导致投资价值扭曲了。

他说，在美国股市中，许多上市公司认为把原本应该派发给股东的股利留在企业对股东是有利的，可是这种观点根本不成立。

因为它的前提条件是认为对上市公司有利的事必然也会对股东有利，而这种前提本来不存在。否则，至少这种对上市公司有利的事首先不能损害股东利益。而现在，应该派发给股东的股利留在公司账面上，实际上就已经损害到了投资者利益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他说，研究表明，上市公司的盈利能力一般不会随着累积盈余的增加而得到同比例提高；相反，一贯坚持给投资者派发稳定股利的上市公司，盈利能力和股价水平反而能不断上升。

他说，在美国股市中你常常可以看到，上市公司给股东派发多少股利是随心所欲的，至少也是从自私自利角度出发的。

一方面，人们普遍认为，上市公司派发股利是企业管理的一项职能。从法律上讲这也许是对的，可是如果大家都这样认为，就很难保证董事会不会从对自己有利的角度来制定分配方案，从而损害投资者利益。

道理很简单，上市公司账面上拥有更多的钱，会更方便董事会提高自身薪金、盲目添置生产设备、盲目扩大企业规模，花钱更容易大手大脚。

另一方面，相关政策会在一种不可告人目的的掩盖下被滥用。例如，企业高级管理人员可能会据此调节盈利水平，从而以极低的价格买入股票或以极高的价格抛售股票。尤其是当大股东作为董事会成员享受着高薪待遇时，这种状况就更明显，所以他们迫切希望尽量少分配股利。

他说，这种不规范、不理智的股利政策因素，大大加剧了股票分析难度。不过据他所知，这种美国股市中常见的现象在英国、法国、德国股市中就很少见。在上述国家，除了必须的储备以外，上市公司每年都会把几乎所有收益用来支付股利。在这种情况下，投资者从中得到的股利收入，更能反映上市公司的投资价值大小。

即使这样的强制性储备，也都是根据公司法规定来实施的，目的是为了保持将来有一个稳定的股利分配水平。决定这种强制性储备的权力，归全体股东大会所有，所以能够真正反映投资者的最大意愿。

格雷厄姆由此得出结论说，对于投资者来说，除了公司收益外，股利率因素是最需要考虑的。这不但因为投资者购买股票的目的，很自然地是盼望着能够从中得到现金收入，而且还在于，如果公司收益不能以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股利分配的形式到达投资者手里，就会降低一部分有效价值。

所以，投资者对上市公司股利分配政策决不能听之任之，更不能把公司任意提留收益当做一件理所当然的事，或者由公司管理层武断下结论。这无论是对投资者还是对上市公司的发展，都非常有利。

例如，在 1915 年 1 月 1 日到 1924 年 12 月 31 日的 10 年间，美国股市中有这样两家地位相似的铁路公司，一家是艾奇逊公司，另一家是太平洋联盟公司。

在这 10 年间，太平洋联盟公司普通股的每股收益达到 142 美元，可以用于分配给股东的股利为 140.50 美元，实际支付了 97.50 美元，应该说非常慷慨了。而这样做的回报是什么呢？在这 10 年间，该股票价格从 116 美元上涨到 149 美元，上涨了 33 美元。

在同一时期，艾奇逊公司普通股的每股收益达到 137 美元，可以用来向股东分配的股利为 150 美元，而实际上只付了 60 美元，相比之下要小气多了。这样做的结果又是什么呢？在此期间，该股票的价格从 93 美元上涨到 118 美元，不过只上涨了 25 美元。

格雷厄姆说，分析其中的原因主要是，在多数情况下，股市发展更偏好于股利，而蔑视盈余的价值取向。况且，减少股利发放把它保留在账面上，实际上这并不是公司真正的利润，只不过是保证企业正常运转所需要的周转资金罢了。

格雷厄姆投资智慧结晶

按理说，上市公司应该把每年收益作为股利分派给股东，否则会降低投资者的回报率，并且拖累股价上涨幅度。因为归根到底，股市是蔑视这种“克扣”行为的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股利稳定有助于推动股价上涨

经验将确证股票市场既定裁决的正确性，即对于股东而言，以股利形式分配给他的1美元收益，具有比以盈余的形式存在的1美元收益更大的价值。在一般情况下，普通股投资者应该对盈利能力的大小和股利的多少给予同样的重视。在股利少得不成比例的情况下，只有当收益表现特别优异时（或者流动资产特别充足时），进行一项投资性购买才是合理的。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股利对投资者的作用非常重要。这不但因为股利是投资者获取回报的一种直接表现，更因为，投资者以股利的名义得到的收益分配，要比以盈利的模式存在于上市公司“更实惠”。

除此以外，稳定的股利分配，还非常有助于股票价格的不断上涨，投资者更能从中获取更多投资回报。

从这一点上看，凡是不向投资者分配股利的上市公司都不是什么“好公司”，除非它能用这部分留在账面上的股利创造出比投资者自己投资于其他领域所能得到更高的获利回报。

格雷厄姆说，投资者购买股票得到股利，看起来天经地义；而股利率的高低也是一个简单事实，好像并不需要进行任何分析。其实不然。从某种角度看，股利率对投资者来说是最重要的。

究其原因在于，上市公司存在的目的，本来就是为了向它的投资者支付股利的，否则它还有什么存在的必要呢？不但如此，一家成功的上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司还应该具有定期支付股利、逐步提高股利的能力和特征。

由于股利和上市公司的经营业绩之间有着密切关系，所以，能够稳定地向投资者分配股利的上市公司，实际上表明它的经营状况非常稳定，并且还可能很不错。这是投资者看好这只股票的基本原因之一。

事实表明，能够稳定地向投资者分配股利的上市公司，它们的股票价格总是在不断上升的，道理就在这里。

例如，美国股市中有一家炼糖公司，它从 1907—1913 年间，无论股价如何变动、每股收益多少，每年坚持向股东派发每股 7 美元的股利；美国艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司 1910—1924 年的情形也是如此，无论它的股价如何变动、每股收益多少，每年都坚持向股东派发每股 6 美元股利。

它们这样做的结果是什么呢？反过来稳定了股价。在这些年间，它们的股价波动范围窄得令人吃惊，原因之一就在于投资者对这样的上市公司有信心，不愿意看到它大起大落。而这又给上市公司稳定经营、获取稳定收益创造了有利条件。

这会让上市公司管理层懂得这样一个简单道理：现期的股利分配必须服从于公司和投资者未来福利的需要；为了增加公司资金头寸、提高生产能力、消除成立之初的过度资本化，上市公司必须提取向股东分配的收益，这才是一种合理政策。

而对于投资者来说，绝大多数人抱着这样一种想法：今天先拿够今天的股利，明天的事情明天再说。虽然这种“消极”思想不利于股价上涨，可事实上，这样的事情却总能促使股价不断上升。

格雷厄姆发现这样一条规律：如果两家上市公司的总体地位和盈利能力基本相同，那么，其中股利支付额较高、较稳定的公司，股票价格必定是较高的。

他说，在这方面，艾奇逊－托皮卡－圣菲铁路公司的例子就很能说明问题。该公司在 1910—1924 年间，每年的股利率都稳定在每股 6 美元，一直坚持了 15 年之久。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在此期间，它每股的平均收益超过 12 美元；平均收益的提高，又促使它最终把股利率提高到每股 10 美元，并一直保持到 1931 年。与此同时，它的股票价格也在不断上涨，1929 年每股价格接近 300 美元。

格雷厄姆投资智慧结晶

稳定的股利分配不仅是投资者希望的，也是股价不断上涨的动力。在表明该公司经营成功的同时，还说明它眼里有投资者，懂得每年应该“孝敬”投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换证券的投资效果较差

我们可以总结出一个对于指导附权高级证券的选择大有裨益的投资原则。这个原则就是：一种售价接近面值或比面值更高的附权高级证券，必须要么满足纯粹固定价值投资的标准，要么满足纯粹普通股投机的标准，投资者必须严格按照这两个标准之一来决定是否购买。以上两种选择提供了选购附权证券的不同方法。可以将这种证券当做一种具有偶然的源于资本利得的获利机会的高品质投资来购买；或者将它们主要作为普通股投机的一种有吸引力的形式来购买。概言之，不能抱着双重目的来购买。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者购买附权高级证券，既可以抱着纯粹投资的目的，也可以抱着纯粹投机的目的，但不可以两者兼而有之。

否则，如果你为了追求可转换特权而降低对投资资本金安全的要求；或者，为了债券合同提供的表面安全性去迁就这种特权，就会最终因为没有做好资金或精神上的准备，而造成不可避免的损失。

因为从根本上看，可转换证券的投资效果并不是很理想。

所谓可转换证券，通常包括所有的附权证券，这是一种债券或优先股被赋予分享普通股收入流的权利。当然，可转换证券除了可以分享普通股收入流以外，还能凭借这一特权获得额外收益的参与权，按规定价格、规定时间购买规定数量普通股的认购权，以及按照一定数量的普通股来替代现金利息和股利的分配权。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆说，从中不难看出，如果一种证券具有上述普通股所享有的所有获利机会，无疑，这种证券就非常具有吸引力。因为它们既有最大的安全性，又有无限的资本利得机会，用“奇货可居”来形容也不为过。

然而话又要说回来，这种证券从投资角度看，效果不尽如人意。这主要是缘于以下两方面的原因。

一是只有一小部分附权证券符合高品质投资的严格标准。

也就是说，并不是所有附权证券都是一种优良的投资品种。这种证券之所以“可转换”，是因为它的安全性不够。或者，干脆可以把这种“可转换”的特征，看做是其安全性不够的补偿措施之一。

例如，1927 年的《美国投资银行协会工业证券委员会报告》中就明确指出，由于当时一批中等规模的工业公司所发行的高级证券，在过去的 5~10 年里遭受了严重损失，因此允许通过可转换权或者其他特权的形式，赋予投资者参与未来收益分配的权利，以补偿这种风险。

正是有了这种政府倡导，所以在 1926—1929 年的美国股市中，可转换证券风行一时，成为那些实力较差的小企业纷纷采取的融资形式。

二是从可转换特权中获利是有条件的。

虽然从理论上说，可转换证券的价格可以任意上升，可是只要这些证券仍然保持着投资性证券的性质，投资者能够从中获得的利润就是有限的。

这是因为，当一种附权证券和普通股同时出现在股市中时，附权证券的价格一定会围绕着普通股价格上下波动，而不会弃它而去。

举个例子来说，如果投资者以平价购买一种利息率为 5%的高品质债券，这种债券每 100 美元可以转换成 2 股普通股，那么这也就表明，它的转换价格为 50 美元。投资者在购买债券时，普通股股价为 45 美元。

第一种情况：如果该债券的普通股价格下跌到 35 美元，债券价格不变，那就表明可转换债券与普通股相比存在着明显优势；如果该债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的普通股价格上涨到了55美元，则债券价格很可能也会随之上涨到115美元以上，这表明这时候可转换债券中存在的投机机会更大。

第二种情况：如果该债券的普通股价格继续上涨到65美元，这就相当于该债券的转换价格变成了130美元，这时候它的市场价格至少在这个水平。可是接下来那些最早投资该债券的投资者又会如何呢？如果他们继续持有该债券，这时候他们的角色就很接近于股票投资者了。而且债券价格越高，这一点就越相似，这时候他们面临的投资风险和股票投资完全一样。

格雷厄姆说，从实践中看，当可转换债券仍然保持着投资性债券的特征时，获利回报水平通常在债券面值的25%~30%。

这表明，虽然理论上说这种债券的价格可以“无限”高，但后面的盈利通常不再属于原始投资者；更何况，后面的这种盈利中通常伴随着巨大投资风险。并且，这种盈利的获得与投资风险相比，未必就能抵消得了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，附权证券中确实有许多是非常有吸引力的，但也有许多是毫无吸引力的。对于普通投资者来说，一般情况下不要实施可转换债券的转换权。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧十一

自我保护：
懂得怎样联合起来捍卫股东权益

格雷厄姆认为：“作为一个粗浅的常识，投资者应该在主要股指的每股收益低于优质债券时离开股票市场。”他说，阅读财务年报有助于投资者判断该公司的内在价值。在此基础上，要根据自身及股票的不同类型确定什么时候进场、什么时候离场。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读报表有助于捍卫自身利益

报告每一时期真实的经营业绩和全部真相是公司管理者的责任；通过平衡繁荣期和萧条期的收益来推测公司的“正常盈利能力”，这是股东的工作。管理者即使出于保持收益稳定性的善意而篡改报告收益，也是应该受到批评的，因为这种做法很容易导致居心不良的篡改。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，阅读公司财务年报已经成为理性投资者的一门必修课。

投资者当然希望财务报告越公开、越透明越好，可是这与上市公司的愿望不一定吻合，格雷厄姆对此深有体会。不过他以为，即使如此，投资者也不能放弃阅读年报，因为从阅读公司财务报告中是能够获益的。

例如，20世纪20年代，美国股市中有一家纽约联合天然气公司很受投资者欢迎，可是这又是一家“神秘”的公司。该公司宣布它从控股的纽约埃迪逊公司得到红利时，并没有说明究竟获得多少红利，这让一直喜欢分析财务年报的格雷厄姆很感兴趣。因为要知道，弄清这一点对了解该公司的内在价值至关重要。

后来格雷厄姆说，他发现这些数字其实就在公共服务委员会每年的文件中。于是他写了一篇文章，告诉投资者应当从哪里查阅这些数据，文章发表在《华尔街》杂志上。

没想到有位朋友对他说，你自己可能认为自己很伟大，能够告诉投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者哪里可以提供这些漏掉的数据，可是你要知道，一家神秘的上市公司会比失去神秘的上市公司更吸引人、更有价值。你们这些年轻人企图把触角伸到各个方面，这样做一定会毁掉整个华尔街的。

格雷厄姆对此不以为然，不认为自己的行为有什么过错。1926 年，他为了寻找铁路公司的资料查阅了州际商业委员会（ICC）的年度报告，不料从中发现了其竞争对手石油管道公司的一些研究资料。于是，格雷厄姆向 ICC 写信，希望能了解石油管道公司递交的各种数据。

当格雷厄姆看完这份长达 50 页的文件后，简直欣喜若狂：因为其中有他以前从来就没有发现过的关键财务信息。

由于当时既没有复印机，也没有传真机，所以他不得不马上坐火车赶往华盛顿特区，了解具体情况。

话说 1911 年，美国最高法院和司法部根据《反托拉斯法》规定，把洛克菲勒的标准石油公司分割成 31 个不同公司，这件事情在当时民愤极大。1913 年，从中分离出来的 8 家石油管道公司负责向炼油厂运送石油。

由于这些公司的老板都是洛克菲勒，并且这 8 家石油管道公司都比较小，所以它们的财务年报很简单，只是简单的收益表和资产负债表，一般投资者很难从中了解到更具体的情况。

格雷厄姆的华盛顿之行发现：一方面，这些石油管道公司都拥有大量铁路投资债券，这些债券的价值甚至超过它们自身的市场价值。另一方面，每家公司的总收入都比较少，盈利水平很正常，完全没有必要继续拥有这些债券。也就是说，这些债券都是标准的隐蔽型资产。

得知这一信息后，格雷厄姆吃惊不小。因为他知道，这些公司的股票价格大大低于实际价值，这样的股票投资安全系数太大了！

接下来，他从这些公司的领头羊北方石油管道公司开始着手考察。当时这只股票的价格是 0.65 美元，分给股东的红利是 0.06 美元，而该公司囤积的债券价格却居然高达 95 美元！

而纵观社会上对石油管道公司的看法，基本上都认为它们在走下坡路，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理由是这时候的铁路油罐车已经出现，并且开始参与市场竞争；并且，这些公司最近几年来纷纷降低了红利分配额，从而让投资者产生错觉。

格雷厄姆按捺不住内心激动，毫不犹豫地分批建仓北方石油管道公司股票，并且很快就拥有总股本4万股中的2000股，从而成为仅次于洛克菲勒家族的第二大股东，当时洛克菲勒家族拥有股份23%。

接下来，格雷厄姆专门拜访北方石油管道公司主席，以第二大股东的身份，提出公司没有必要在总收入只有30万美元的情况下，继续保持360万美元的债券；他要求公司抛掉这些债券，把钱分给所有股东。

公司主席辩解说，石油管道业务很复杂，需要专业知识，我们比你更清楚怎么做才对。并且威胁格雷厄姆说，如果你不同意我们的决定，你可以卖掉你拥有的股票。

格雷厄姆当然不会轻易放弃主张。他一方面继续买入该公司股票，与此同时，聘请一位经验丰富的律师，拉拢其他股东。结果，他在1928年召开的公司年会上，拥有38%的股权代理权，从而在5个董事席会中占有2席。

就这样，他和另一位律师出任该公司董事，从而迫使董事局主席作出一个特别分配计划：给每一位股东发放每股70美元的红利。

至此，可以说格雷厄姆取得了完全胜利，更从中得到了巨额投资回报——格雷厄姆投资该股票的回报率高达54%，平均每股回报率超过100美元。

接下来，格雷厄姆如法炮制，又买入从标准石油公司分离出来的全国运输公司股票，最终迫使公司把钱返回给全体股东。

格雷厄姆投资智慧结晶

在这里，格雷厄姆的策略是：通过深入研究财务年报，寻找哪些公司拥有无所作为的大笔资产，然后以清算家的身份，千方百计把这些剩余价值回报给投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对付虚假年报有特别方法

与人们的期望相反，公司的生产和销售策略将不会有丝毫变化，而记账系统却有了彻底的修改。它采用并进一步发展了许多现代会计和金融工具，这使得公司的收益能力有了令人吃惊的进步。即使在1935年那样不正常的情况下，这种新的记账方法仍然在普通股票中创造了大约每股50美元的利润来……如果需要，我们相信自己能引入更先进的会计方法以保持这种优势，现在，这些方法已经在我们的“会计实验室”里开始研究了。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，上市公司的财务年报中充斥着欺骗和虚假，所以投资者必须用特别方法来对付这种虚假，避免上当受骗、作出错误决策。

上面一段文字，就是他用恶作剧的口气巧妙指出美国钢铁公司是怎样从亏损变为盈利的。他说，这种手法很简单，也很魔术，只不过就像豆荚里的豆子一样，迅速改变了会计记账方法而已。如果需要，他也可以采用“更先进”的会计方法来继续保持、发扬这种优势。

格雷厄姆一贯喜欢嘲讽金融工商界的某些财务、经营漏洞，尤其是那些欺骗投资者的会计核算方法。

1936年，当美国钢铁公司主席刚刚宣布一项“全面现代化计划”之后，格雷厄姆就写了这篇文章，不过当时并没有发表，而是刊登在一年后的《金融分析》杂志上。由于格雷厄姆曾经把这篇文稿抄给巴菲特一份，所以后来巴菲特把它收在给伯克希尔·哈撒韦公司股东的一封信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的附录中。

那么，投资者怎样对付这种虚假年报呢？格雷厄姆在《聪明的投资者》一书中，非常平实地告诉投资者，上市公司内部人员最喜欢在企业复苏阶段尽可能注销损失。

为了避免这些问题，他告诉投资者一个简单办法，那就是把该公司过去 7~10 年中的收益加以平均化，这样就能得到它的真实收益能力了。

为了了解上市公司在整个行业中的地位，格雷厄姆还指出另一种简单方法，那就是把它放在各方面相似的一组股票中进行对比研究。

他通常的做法是，从报纸上公开发表的股市行情表中，选择一组相邻的上市公司，对它们的经营业绩、财务状况、股票价格、收益率等指标进行对比分析。

例如，为了研究艾米利空运公司这只股票究竟如何，他随意选择这组以英文字母“E”开头的几只股票，连同埃特拉公司、爱默生电气公司、埃姆哈德公司，4 只股票组成一组。研究表明，它们的经营业绩和财务状况都非常相近，可是股票价格和收益率却有很大差别。

那么，具体他是怎样来评价这组股票的呢？在这里他采用了评价公司业绩的以下六大基本要素。

一是盈利性。

衡量盈利性的方法有很多，但格雷厄姆认为，主要是直接利润或销售利润，他最喜欢的是用经营收入或销售额的比值作为衡量标准。

二是稳定性。

具体方法是用最近 3 年来的每股平均收益，与最近 10 年来的每股平均收益相比，看其是否保持稳定。如果没有下降，就表明其稳定性是 100%。

三是增长性。

衡量某只股票的增长性如何，最简单的办法是把它和道·琼斯工业指数进行对比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四是财务状况。

这方面主要是看该公司的债务比例如何。如果该公司现有负债不超过现有资产一半，或者说债务没有超过现有资产 1/2，就表明状态不错。

五是红利分配。

这方面最重要的是考察连续支付红利的年限，时间当然是越长越好。如果这种分配能按照利润的固定比例并且还能逐年增加，那就更好了。

六是历史价格。

股票的历史价格很重要，如果某公司的股票在很长时间内都能保持稳定增长，这本身就很有说服力。

他经过这样一番计算后得出结论认为：艾米利空运公司最有发展潜力。后来的股市发展行情证明了他这种研究方法、研究结果的正确性。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，上市公司财务年报中有许多虚假成分，但只要把它过去 7 年或 10 年的收益平均化；同时把它和同类股票对比，就能彻底破解这种招术。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票成熟与否投资策略迥异

我们可以把一个历史悠久，并为投资者所青睐的知名公司发行的证券称为成熟证券（它本身可以是新近发行的证券，只要这公司在投资公众中有很高的声誉）。成熟证券和不成熟证券在市场中的运作模式有时会很不同，表现为：1.成熟证券的价格经常保持稳定，即使其投资地位严重弱化。2.不成熟证券对任何性质的不利发展都极为敏感，这样，其价格经常跌至低于其自身的统计结果所支撑的水平。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，证券可以分为两大类：成熟证券和不成熟证券。那些历史悠久、投资者非常青睐的上市公司发行的股票，无论其发行历史长短，都可以称之为成熟证券。

之所以要作这种划分，是因为有时候这两种证券的运作方式迥然不同，投资者应当根据其不同性质采取不同投资策略，才能进行自我保护。

总的来看，成熟证券的价格会经常保持稳定。即使该公司的投资地位已经严重弱化，可是它在投资者心中仍然有好感。这种先入为主，使得投资者对它的细小变化缺乏洞察力，或者干脆就是惰性造成了视而不见。

经常看到这样的情况，投资者购买该股票不是因为这只股票本身有多么好，而完全是冲着它的名气来的；购买这只股票的目的，主要不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短期炒作，而是为了长期持有。

既然这样，该股票价格的微小变化甚至剧烈波动，就不会被投资者放在眼里。相反，如果遇到价格下跌，还会吸引投资者进一步补仓。

格雷厄姆举例说，美国股市中有一家上市公司叫美国橡胶公司。它发行了一种年利率为8%的非累积优先股，1905—1927年间每年都有足够的分红；除了1924年，每年都有投资者愿意支付比价值更高的价格去购买该股票。为什么呢？主要就是冲着它的声誉和年末分红而来的。

因为在这大部分时间里，如果仅仅看该公司的经营业绩，实在乏善可陈。例如，1922—1927年它每年的利息和优先股利息保障倍数分别只有1.20、1.18、1.32、1.79、1.00、1.01倍。可是，1928年它的每股价格却高达109美元，并且当年还因为蒙受巨大损失停止了优先股分红。

投资者如果不是冲着它的声誉而来，又能作何解释呢？即使这样，1929年它的股价仍然高达92.5美元。

相比之下，不成熟证券的股价波动就非常敏感。尤其是当出现不利消息时，它的股价会一直下跌到非常低的水平。

格雷厄姆介绍说，这种不成熟证券基本上都属于工业类股票，包括严格意义上的公用事业股，如电力、供气、电话、自来水公司等股票。除了极个别的小公司外，它们基本上不会因为其知名度和美誉度吸引投资者的眼光。

他说，基本上有这样的规律：这些工业类股票品种非常多，并且层出不穷，收益率一般会比同类证券的平均收益率略高一些，所以投资者还是愿意购买这类公司股票的。

如果该股票上市后的盈利水平实实在在，或者最好还能保持连续增长，那么这时候的投资回报还是令人满意的。可是要知道，在这样的股票身上，任何不利因素都会导致其价格大幅度下挫。

他认为，投资者应该从不成熟证券的价格敏感性中得到这样一条结论：购买新上市的不成熟工业类股票或债券作为纯投资项目，是不明智的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆认为，不成熟证券的这种脆弱性并非一无是处。至少对于投资者来说，可以在其敏感性发作、价格过度下跌时，以非常低的价位买到这样的股票。

不过需要注意的是，由于不成熟证券背后的上市公司通常知名度不高，经营历史不长，规模也不是很大，所以投资这样的股票相对来说风险较大，不宜长期持有。

有鉴于此，他认为，对于不成熟证券的投资，如果不是该公司的经营业绩非常好，那么应当在确定买入价格时有一个“主观离差区间”。当然，具体幅度因人而异。

他的原话是这样的：“不成熟工业证券可能几乎不值得投资，这是一个合乎逻辑的实际结论。因此，购买这些证券时只能出于投机心理。这就要求其市场价格必须足够低（比方说，通常价格必须低于70%），只有这样，将来才有可观的升幅。”

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，成熟股票和不成熟股票的脾性不同，投资策略也应有所区别。有些股票适合投资，有些股票天生只适合投机，这些都是自我保护办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消除顾虑，化不利因素为有利

……在运气或者一个关键决定的背后，必须有精心的准备和训练有素的实力作保证。一个人必须有实力和声望，机会才会敲他的门。一个人必须有手段、判断力和决心来利用这些机会。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者在投资过程中总会时时碰到各种不利因素。只要用理性投资眼光来看待，就能消除顾虑，化不利因素为有利因素，而要做到这一点，有时候并不是很困难，关键是要有判断力、有决心。

1936 年，美国得克萨斯州的一位会计和妻子，他们相信，如果能削减大部分销售成本、降低认购风险，就会使汽车保险卖得更便宜。于是他们在一位银行家的帮助下，一起成立了政府雇员保险公司（简称 GEICO）。银行家持股 55%，银行家的一位亲戚持股 20%，会计夫妻持股 25%。

公司成立之初，这对会计夫妻一年 365 天，每天工作 12 小时。每天晚上他们一边吃饭，一边敲定第二天的投保人名单；每个周末都要开车到军事基地，给那些年轻的政府职员送保单。由于他们的保单绝大多数通过邮局递送，而不是通过代理商，所以几乎没有代理费用，这样，公司的运营成本要比同行低 30%~40%，经营利润显而易见。

虽然政府雇员保险公司的规模并不比夫妻店大多少，可是它每年的保险金收入却高达 200 万 ~300 万美元，1946 年的每股收益是 1.29 美元，1947 年就迅速增长到 5.89 美元。

1948 年，政府雇员保险公司的大股东急于卖出股票，于是，这对



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会计夫妻只好很不情愿地派两名代表到华尔街上去寻找买主。当时的保险公司在投资者眼里印象并不好，结果找来找去，没有人愿意接手。

在这种情况下，格雷厄姆的一位朋友把他们介绍给他，这位朋友保证，政府雇员保险公司的交易价格至少低于账面价值 10%。

这里需要说明的是，格雷厄姆－纽曼公司过去曾经投资过一家保险公司——新阿姆斯特丹灾情保险公司。这家公司的资产价值已达每股 50 美元，每股收益超过 4 美元，可是该公司从 1934 年起只肯付每股 1 美元的股利，格雷厄姆对此颇有异议，并且为此还发生过争执。

格雷厄姆认为，保险业确实对所有人有利，包括管理层、投资者、代理商、消费者，可是如果它达不到应有的回报率，就对不起股东。并且，投保人的保费最终会因为赔偿所剩无几。

他在纽约金融学院讲课时经常预言，如果该公司每股只肯支付 1 美元股利，那就表明它在投资者心目中的股价最多只值 36.5 美元。

果然不出所料，该公司 1946 年末的股价就跌到 26 美元以下。

格雷厄姆是个精明人，做生意从来不需要多说，一点就透，一眼就看出政府雇员保险公司具有远大发展前景。

可是由于有了前车之鉴，格雷厄姆一开始就提出要针对买入这家公司的控股权进行谈判，否则免谈。

因为他相信，只有掌握控股权，才能避免过去的那家保险公司对股东不利的做法。不过现在的问题是，如果要达到控股地步，格雷厄姆－纽曼公司需要付出的收购资金非常大——政府雇员保险公司的一半股份就有 1500 股，每股价格 475 美元，总投资高达 71.25 万美元，那可相当于格雷厄姆－纽曼公司总资产的 25%。

事后的一切表明，这次收购非常正确，当然也非常大胆。只是没想到，如此大规模地收购一家保险公司，触犯了 1940 年颁布的《投资公司法》。

该法规定，投资公司拥有保险公司的股份不得超过 10%，美国证券交易委员会据此要求格雷厄姆－纽曼公司取消这次交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无奈之下，格雷厄姆只好找到政府雇员保险公司的原大股东，要求退回股票，可是却遭到对方拒绝。

作为变通，美国证券交易委员会同意格雷厄姆－纽曼公司把股票出售给股东，以减少公司持股比例。同时，格雷厄姆和纽曼两人作为经营合伙人，则被允许保留自己的股份，以便能参与政府雇员保险公司的经营管理，从而在4名董事席位中占有2席位置。

当所有不利因素过去后，政府雇员保险公司的业绩出现了突飞猛进。1948年7月，它的股价还只有25美元，年底就上涨到了30美元，1949年的经营利润更是突破100万美元大关。

后来，该公司的市场价值很快就超过10亿美元，这是谁也没想到的。而直到这时候才能看出，当时为了规避《投资公司法》的规定把股票分拆给每一位股东，给这些股东获得巨大投资回报创造了一个历史性的良机，真可谓实现了“共同富裕”。

事后看来，格雷厄姆收购政府雇员保险公司，实际上正处于这家公司的起飞初期，只是该公司大股东没有觉察到而已，否则他也不会出售该股票了。

而在格雷厄姆之前，华尔街上有那么多人不愿意投资该公司，实际上只不过把它看做是一家能挣钱的夫妻店而已。

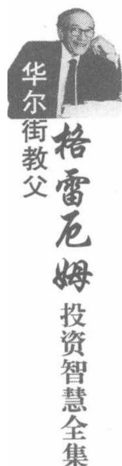
只有格雷厄姆，原来对保险业务很了解，知道收购这家公司的关键是要掌握控股权，以便能按照自己的意愿正确经营、给股东以合理回报，从而实现良性循环。对他来说，作出这一决策其实是不难的。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆对收购保险公司原先是有顾虑的，收购后又遇到需要规避法律的问题。不过他看中该公司巨大的内在价值，排除险情后一本万利也就胜券在握了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



债券投资有四项基本原则

选择投资固定价值类证券的4项原则——下面我们提出4项比较具体的原则，它们可以适用于挑选单个证券：1. 证券的安全性不是以特定留置权或其他合同权利来衡量的，而是以证券发行人履行所有义务的能力来衡量的；2. 对于这种能力的考察，应该更考虑到萧条期时的情况，而不是繁荣期；3. 非常高的利率并不能弥补安全性的不足；4. 挑选任何债券作为投资，都应该遵循排除性原则，并且以法律规定的控制储蓄银行投资活动的具体量化指标来检验。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者在进行债券投资时，应当遵循以下4项基本原则。这些原则同样适合于衡量个别证券时采用，并且被越来越多的精明的、经验丰富的投资者所采用。

一、安全性不是以留置权衡量的，而是以支付能力来衡量。

格雷厄姆认为，投资者关注债券时，往往首先会考虑这张债券拥有什么样的特定抵押品，这些抵押品留置权的资产特征是什么、价值有多大，其实，这方面的因素实在非常不重要。真正需要关心的，是为这张债券承担义务的企业是不是有实力。

为什么不能过多考虑抵押的资产呢？虽然从表面看，这种做法有道理，因为一旦企业不能兑现债券持有人的承诺，投资者就可以用这些资产弥补损失。可你千万要想到以下这样3点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，当企业经营失败时，它的资产价值也会随之萎缩。

例如，美国海滨－全佛罗里达铁路公司，1925 年发行第一抵押黄金债券，利率 6%，发行价格 98.5 美元，1935 年 8 月 1 日到期，其本金和利息受海滨航线铁路公司无条件担保。结果怎么样呢？该债券 1931 年 2 月 2 日进入清算，而在此以前，海滨航线铁路公司已经先它一步进入清算，可想而知，这样的债券还有什么价值？1931 年 2 月，原来 98.5 美元的债券这时候只值 0.01 美元了。

其次，债券投资者的法定权利在行使过程中会遇到困难。

退一步说，债券抵押品确实物有所值，可是债券持有人在行使权利过程中困难重重，实践中很少有人真正取得这些资产。一般来说，法院总会明显倾向于阻止持有人获得这些资产。

最后，应当考虑到清算时的拖延和其他不良因素。

一般来说，抵押资产价值越高，取得这些资产的难度就越大，要想取得分割这些资产的“公平”比例时间就越长。

二、对于这种能力的考察，要以萧条期为依据。

格雷厄姆认为，证券投资应该经受得住经济萧条期的考验，这是老生常谈了。道理很简单，在经济环境有利的时候，任何债券都会有上佳表现，而只有到经济萧条时，才能体现出优秀债券的可贵之处。所以，精明的投资者应当首先投资那些历史悠久、久经考验的企业债券。

这一点确实非常容易理解：在股票大盘上涨时，投资任何一种股票和债券盈利的可能性都比较大；而当股票大盘下跌时，其他投资者持有的证券价格在下跌，唯独你持有的证券价格在上涨，这才说明你有真本事。

三、没有安全性的高利率得不偿失。

格雷厄姆认为，传统的债券投资理论认为，在债券利率和风险之间存在着一种数学关系，其实不然。投资者应当记住，无论这种债券有多么高的利率，如果投资风险太大，这种投资就不值得。

他说，为什么债券利率和风险之间不存在这种数学关系呢？一般认



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为，债券的利息收入可以分为两部分：一部分是纯利息，即固定利息；另一部分是为承担风险所作的补偿，即风险利息。如果这种债券的纯利息是3%，而现在的利率是4%，则表明其中有1%是风险利息；如果现在的利率是8%，则表明其中有5%是风险利息，后者的风险是前者的5倍。

他说，这种做法看起来是把债券投资的风险进行量化处理了，其实不然。无论实际操作还是理论推算，对预期风险的精确计算都是不可能做到的。既然这样，投资者购买债券最主要的应当是考虑安全性，而不是预期收益率高低。

四、必须采用明确的安全标准。

格雷厄姆认为，债券投资的过程实际上就是一个排除过程。毫无疑问，在这个过程中，应该引入一个非常明确的衡量标准，对照这样的标准，一个个排除不合格的债券品种。事实上，在美国的一些地区，已经通过立法形式来进行这样的操作了。

例如，银行监管部门每年都要列出证券名单，出现在这个名单上的证券都是合乎监管规定的，因而被认为是“合法”的，是可以让投资者“放心”购买的。

不难想象，具有明确安全标准的债券投资，在安全性得到保障的基础上，投资收益也会相对稳定。所以格雷厄姆大声呼吁，这种做法应该推广到一切纯粹的投资领域中去。这里所谓的纯粹投资领域，是指纯粹以利息为收益的投资行为，说穿了就是股票和债券投资。

格雷厄姆投资智慧结晶

债券投资应该考虑安全性，但这并不是通常所指的看其抵押品特征和价值大小，这一点无关紧要；更重要的是，发行债券的企业实力要雄厚，这比什么都强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防御型投资者的选股原则

> 奇迹能够通过正确的个人选择而出现，即在一个正确的水平上买入，在大幅上涨之后和在不可避免地下跌之前卖出。但普通投资者不可能期望实现这点，就像他不能在树上找到钱一样。要购买的证券类型和想得到的回报率不是取决于投资者的金融实力，而是与知识、经验、气质相联系的金融技能。
>
> ——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股票投资确实能创造奇迹，但这与每个投资者的知识、经验、气质相关。对于防御型投资者来说，股票投资的首要条件是安全、保守、稳定，而不是为了可能出现的高回报冒险一搏。

他说，投资股票的目的之一是避免通货膨胀造成的损失，投资债券就不能提供这种保护；之二是多年来的实践证明，股票投资给投资者的回报水平更高，因为它除了得到平均红利收入外，还包括未分配利润在上市公司重复投资所创造的经营业绩。

但是，上述两大目的并非总能实现。如果投资者买入股票的价格过高，所取得的红利收入就可能低于债券利率收入；除此以外，还要看通货膨胀和经济增长因素在将来能否弥补这种不利条件。以美国股市1929—1932年的暴跌而言，之后股市回升到暴跌以前的水平就一共花了25年。

有鉴于此，格雷厄姆针对防御型投资者的股票投资策略，提出了以下4条选股原则。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一是适当而不是过度多样化。

格雷厄姆认为，股票投资数量应该多样化，这样才能分散投资风险，只是不要过分多样化就行。这里的标准是什么呢？他给出的区间是，最少投资 10 只股票，最多不超过 30 只。

二是上市公司的规模大、主营业务突出、投资谨慎。

他说，投资这样的股票更保险。尽管这些修饰语是不确定的，但是相信投资者能够理解他要说的是什么意思。

三是每只股票都具有长期的、连续的红利支付记录。

他说，在道·琼斯工业平均指数中的所有证券，就全部满足这一特征。

四是从该股票过去 7 年的平均收益中找到你愿意支付的价格界限。

他说，这一限制就几乎把所有最强、最流行的上市公司从你的投资组合中去掉了。尤其是，它从实质上取消了过去很多年来被主力机构、投机型投资者喜欢的成长股。

那么，这个价格界限究竟多少为好呢？格雷厄姆的建议是：过去 7 年平均收益的 25 倍，并且不高于最近 12 个月平均收益的 20 倍。

根据上述原则，防御型投资者究竟怎样来投资股票呢？他分别用一位寡妇、一位医生、一位年轻人这样 3 种不同对象来加以说明。

假如这位寡妇现在手中有 10 万美元，需要供养自己和孩子。这时候，她靠自己的微薄收入维持母子两人的生活是很困难的，所以希望从股票投资中获得回报。这时候，她的投资首要原则是保守性。

格雷厄姆说，她用于购买股票的比例应该占总投资的 25%~75%。她确信投资价格越保守，用于购买股票的比例就可以越高，但最多不超过 75%。

他说，不能排除这位寡妇也是位进攻型投资者，如果是这样，她的投资目标和方法就可能完全不同了。不过就他而言，他认为她不能冒险，决不要企图用投机方式去获得额外收入。

假如这位医生事业很成功，有 10 万美元储蓄，并且每年还要增加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5000美元，这时候他的股票投资策略仍然应该是防御型的。因为格雷厄姆从实践中发现，医生一般没有多少时间用来打理资金，大多数人在股票投资中很不成功，究其原因在于他们太过于相信自己的聪明才智，并且强烈渴望取得丰厚回报，结果往往因为不懂投资而屡受损失。

格雷厄姆认为，虽然这位医生没有上面这位寡妇那样的经济压力，很多医生更喜欢成为进攻型投资者，但他还是认为保守一些较好。

假如这位年轻人每周收入100美元，由于日常开销太多，所以一年只能储蓄500美元。格雷厄姆认为，这样的年轻人如果投资股票也只能成为防御型投资者，最好是把部分储蓄用来购买E系列债券。

格雷厄姆这里所指的E系列债券，确切地说是美国储蓄债券，它的最大特点是：安全性高，没有任何市场风险；债券到期可以有3.75%的利息，但提前支取收益会很小；债券如果丢失、损坏或被盗可以无条件补偿；债券在拥有人去世后可以作为遗产继承、赠与任何人。一句话，这种投资的主要特点是回报率不高，但有切实保障。

格雷厄姆投资智慧结晶

股票投资与人的气质密切相关，与职业特点关系不大。格雷厄姆力劝刚投入股市的投资者，不要浪费努力和钱财以试图与市场作对，防御型投资是上策。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

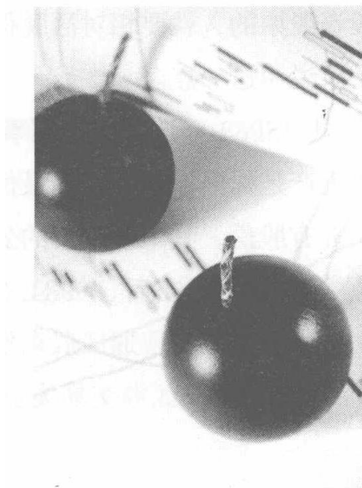
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆投资智慧十二

要有耐心：

对短期出现的投资损失要有准备

格雷厄姆认为："每个投资者都应该对可能不妙的短期效果做好资金和心理准备。例如，1973—1974 年投资者在证券投资中受到了损失，但是如果他相信这一点，坚持下去，就会在 1975—1976 年东山再起，并且能在 5 年中得到 15%的年平均回报率。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者拖得起，投机者拖不起

优先股和债券的根本不同在于，优先股股利的支付完全是由公司董事们自主决定的，而债券利息的支付却是强制的。虽然在对普通股发放任何股利之前，必须发放优先股股利，但是由于董事们有权在任何时候推迟支付普通股股利，因此优先股股东获得收益分配的权利说到底是无保障的。不过，如果一家公司的收益总是大大超过优先股股利支付的需要，股利的支付通常可以兑现。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，优先股的名字说起来好听，因为它是“优先”股；但实际上由于它的股利什么时候支付、怎么支付，完全由董事会自主决定，所以对于投资者来说，如果这时候急等着钱用，就会有许多被动；而如果是用自有资金投资股票的，就要相对洒脱得多。

他举下面这个例子来说明这一点。

标准动力与照明公司（SP&L）是美国公用事业控股公司系统最好的一只股票。它的主要资产是标准电气公司的最优先股和普通股，而标准电气公司在许多公司拥有股份，其中最重要的公司是费城公司。

1935 年，《控股公司条例》颁布后，SP&L 公司面临着解散风险。只是由于标准电气公司优先股股东和普通股股东发生利益冲突，解散计划才被搁置下来。1948 年初，美国证券交易委员会施加压力，要求加快重组进程。

根据纽约证券交易所 1948 年 2 月出版的、由一家富有经验的公用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事业股分析公司推出的研究报告，SP&L 根据标准电气公司系统预期收益能力，附以比较保守的资本化比率，把总价值的 70%分配给最优先股，25%分配给次优先股，5%分配给普通股。

根据这一测算，SP&L 公司有足够资金支付优先股的全部本金和股利，具体金额为每股 190 美元。而截至 1947 年 12 月 31 日，SP&L 公司优先股的价格是 106 美元，其中包括到 1947 年末为止的累计红利分配每股 90 美元、优先股股价 7 美元在内。

投资者容易看出，如果这时候用 106 美元的价格买入 SP&L 公司优先股，而它的实际价值达到 190 美元，获利空间是非常大的。

可是有经验的投资者不能不考虑到，标准电气公司优先股 7 美元的价格，在最终计算时实际价格会比这高得多。如果这时候以这样的价格买入 SP&L 公司优先股，要面临两大考验。

一是时间问题。谁也不知道从方案的制定到实施究竟需要多少时间，说不定要好几年。而这好几年的时间跨度，足够让投机者望而生畏、不敢涉足；而对于真正的投资者来说则问题不大，权当长期投资罢了。

也就是说，遇到这种情况，投资者拖得起，投机者是拖不起的。如果投资者投资这样的优先股用的是自有资金，哪怕拖上 3 年 5 年也很合算，因为这时候的年回报率仍然是非常高的。

二是股票行情发生变化。也就是说，当这个方案制定后正在实施的过程中，SP&L 公司的经营业绩如果发生恶化、股价大大下跌，原来的美好计划就无法继续下去。

这种可能性当然是存在的，不过就 SP&L 这样的公用事业股而言，应当分成两种情况来对待：对于优先股来说，由于优先股的潜在价值大大超过它目前的价格，所以它的安全边际是很大的。换句话说，这样的风险并不是很大。对于普通股来说，这样的投资风险和其他股票没什么两样。但总体来看，投资该股票的风险还是相对较小的。

后来该公司重组方案的实施情况究竟如何呢？一方面，重组计划的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



耽搁时间比原来预计的要长；另一方面，股市行情确实发生了变化，但不是变坏了，而是变好了。

1948—1950 年的 3 年中，该股票每股价格高达 165 美元。1949 年，SP&L 公司优先股价格在 7 美元时，重新开始年末分红。1953 年，该公司根据股东要求以面值支付了全部欠款，或者支付新股，或者支付现金。

这样，加上每股 10 美元的偿债溢付和红利在内，投资者一共可以得到每股 214.65 美元的总回报。

格雷厄姆投资智慧结晶

投资者购买优先股时不要用借入资金或银行贷款。否则一旦发生时间拖延或资产重组，就可能因小失大。相反，如果用的是自有资金，则拖上几年也没关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低价股上涨容易下跌难

低价普通股看起来具有某种特有的算术意义上的优势，这种优势来自于这样一个规律：这些股票上涨的空间远远大于下跌的空间。证券市场上的一个司空见惯的现象是，一只股票的价格从 10 美元升到 40 美元的可能性要大于从 100 美元升到 400 美元。这个现象的原因之一在于投资公众的喜好，与售价在 100 美元以上的股票相比，他们通常更偏爱价格在 10~40 美元范围内的股票。但是同样起作用的还有另外一个因素，在很多情况下，低价普通股为它们的持有人提供了以较低成本在一家较大企业中拥有权益——或“发号施令”——的有利条件。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，低价股的上涨空间要远远大于下跌空间。这主要是因为投资者的心理因素和消费偏好决定的。容易看出，这种心理因素和消费偏好，至今在中国股市仍然如此。

除了主观因素外，这一观点是否有客观依据呢？他说，1931 年 1 月纽约股票交易所会员 J·H.霍尔马斯公司发表了一份统计研究报告，题目为《利用低价普通股进行分散投资》，就可以为此佐证。

该报告通过对股市低迷阶段各年份如 1897、1907、1914、1921 年的股价趋势进行研究，发现在股票价格回落到低点或接近于低点时，购买每股价格在 12 美元以下的低价股，今后 3 年中的股价上涨幅度，要比购买所谓龙头股、高价股、蓝筹股更大。也就是说，在股市低迷时买



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



入这种低价股，今后的上涨空间会更大、投资获利会更多。

具体研究表明，股市从低迷期走出后的3年内，低价股的价格平均能上涨到345%，而龙头股的平均价格只能上涨到171%。

看到这里，许多读者可能会对此不以为然。因为从股市中看，许多投资者就是因为当初买低价股而亏损的，上述观点又怎么能成立呢？

格雷厄姆解释说，投资者对低价股的偏好具有内在合理性，而大多数投资者会因投资低价股而亏损，实际上并不表明上述结论有错，真正的原因是他们买错了低价股。

说得更明确一点就是，他们所购买的这些低价股，不是财务状况不好，就是表面上的低价格掩盖了其内在价值较低，并不具备低价股的真正优势。

尤其是那些低价股中的新股，这种低价是“假”的——这些上市公司通过大规模发行股票，以至于其股价只有几元钱，可是市场总值却很大。

那么，什么样的股票才是格雷厄姆所说的“真正”的低价股呢？他的观点是：不仅仅股价绝对值要低，而且市场总值相对于该公司的资产、销售、过去或预期利润来说也应该较低。

他举例说，美国股市中有一家公司叫巴特兄弟公司。这是一只零售百货业股票，1933年7月的股价为5美元，流通股总数为14.85万股，流通股总市值为74.25万美元；优先股平均价值为281.5万美元，市场价值为50万美元。1932年，该公司销售额为815.4万美元，净收益为亏损70.3万美元。

在这个案例中，74.25万美元普通股市值相对于815.4万美元的市场规模来说，显得过低了；并且它的优先股也具有同样特征。所以，格雷厄姆把巴特兄弟公司称之为真正的低价股。

相反，另一只股票名叫赖特－哈格里夫斯矿业有限公司。这是一只黄金开采业股票，1933年7月的股价为7美元，流通股总数为550万股，流通股总市值为3850万美元，没有发行优先股。1932年，它的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售额为398.3万美元，净收益为200.1万美元。

他说，在这个案例中，3850万美元的普通股市值相对于398.3万美元的市场规模来说，明显过高了。这表明，该公司的股价较低只是一种表面现象，与其他财务指标相比，这样的“低”价格实际上已经非常高了。

他说，如果投资者只是看表面现象，以为这是一只低价股，那就大错特错了。买入这样的“低价股”，不亏才怪呢！

格雷厄姆进一步分析说，投资者容易看到，那些面临清算的上市公司的股票，常常会比那些每股收益不好的低价股更活跃。究其原因在于，这些面临清算的上市公司的内部员工急于把股票抛出去，从而导致股票价格大大低于其内在价值（如果这时候该股票还有内在价值的话）。

格雷厄姆说，在这样的低价股中，当然不排除上市公司内部员工引诱盲目投资者购买其股票的事，但如果能擦亮眼睛、正确判断真正的低价股，并且在股市低迷时大量买入这种低价股，投资潜力是很大的。

道理很简单，因为在这些股票身上，通常已经不存在任何空方打压，股价“唯一”的变动方向只能是向上。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，股市低迷时买入低价股获利较大。实证研究表明，这类股票的上涨空间明显大于下跌空间。关键问题是，要能准确判定什么是真正的低价股。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



绩优股价格下跌不可怕

投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票；市场波动实际上对他也很重要，因为市场波动产生了较低的价格使他有机会聪明地购入股票，又产生了较高的价格使他不买进股票并有机会聪明地抛出股票。投资者不应仅仅在等到市场价位跌到极低时才购入股票，因为这意味着可能要等较长的时间，从而损失大笔股息收入及大量投资机会。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，绩优股的价格下跌并不可怕，相反，这种下跌还能为投资者以较低价格买入股票创造机会。与此同时，对于一些质地好的股票来说，还不能等它的价格跌到很低时才考虑买入，这不但意味着要等较长时间，而且这种股价下跌往往只有“较低”没有“很低”。

他说，过去有种观点认为，只要股票还没有抛出手，股票价格的上升和下降就不能表明投资者是富有了还是更穷了；真正的投资者，只关心股票能够带来多少收入和长期增值。他说，这种观点虽然不完全正确，但在第一次世界大战前来看，是完全可以的。

因为那时候即使在经济萧条时期，股利都非常稳定。如果遇到大牛市，股价也不会涨得离谱；股市再怎么不景气，股价也不会跌入深渊。

所以，那时候的投资者完全可以忽略股价变动而长期投资，因为他每年都有可靠的股利分红可拿。

可是，1920 年以后情况就不同了。投资者可以看到，股市波动很厉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

害，股市上升时股价高得离谱，下跌时股价又低得可怜。这时候如果还有人说对股价波动无动于衷，那是假的。不过要注意的是，对股价波动并非无动于衷，不表明这些投资者就主张短期操作，这其中是大有讲究的。

先来看看股市波动越来越厉害的情形。

美国股市在1901—1914年的14年间，道·琼斯铁路股票平均指数最高点是129.9点，最低点是81.4点。与此同时，宾夕法尼亚铁路公司股价最高点是85.5美元，最低点是52.0美元。请记住，这是14年间的股指高低悬殊，其中包括1907年著名的恐慌期在内。

可是，美国股市在1937年3月到1938年3月的12个月内，仅仅经过一个暴跌期，道·琼斯铁路股票平均指数就从最高点的64.6点，猛跌到19.0点。与此同时，宾夕法尼亚铁路股票价格从最高点50.3美元，下跌到最低点14.1美元。

容易算出，这一年间的道·琼斯指数波动幅度就相当于过去14年波动幅度的2.13倍，而这一年间该铁路股票价格的波动幅度就相当于14年波动幅度的1.05倍。

格雷厄姆说，自从1929年美国股市崩盘以来，就没有投资者能对股价波动一点不关注了。他认为，这种关注是对的，可是只有掌握正确方法，才能把这种态度用来正确判断自己股票的投资是否正确。

他举出这样几个数字来说明问题。宾夕法尼亚铁路公司的股价，1936年12月21日是40.5美元，11年后的1947年12月31日是18.5美元。这表明，这期间股价下跌了22美元，扣除分得的红利18.5美元，实际损失3.7美元。

而另一家上市公司阿波罗实验室，1936年12月21日的股价是51.0美元，1947年12月31日的股价经过调整后是179.0美元。这表明，这11年中股价上涨了128美元，再加上其间得到的红利30.7美元，总的获利回报是158.7美元，总收益率为311.2%，年平均收益率为13.7%。

由于这两个例子用的是相同的比较期，并且包括股利分红在内，所以这种比较是客观而可靠的。不难看出，投资宾夕法尼亚铁路公司股票



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



是亏损的，而投资阿波罗实验室是非常成功的。

对于普通投资者来说，如果要从一个较短时期考察这种股价变动对投资收益的影响，应该采取什么方法呢?

格雷厄姆认为，投资者除非采取买低卖高方法，否则，就不该过分关注股价波动影响。即使采取买低卖高策略，也包含这层意思在内。

因为要知道，投资者如果在一个上升市场中买入股票，当股市持续上升时，他很难再以“低价格”买到股票，所以这种做法不一定聪明。除非股价波动太大，例如超过了1/3，才需要重新检视手中的股票。

他举例说，大西洋和太平洋茶叶公司1929年在纽约场外交易所上市时，股价高达494美元，1932年时就下跌到只有104美元。这能说明什么问题呢?要知道，即使当年的股价这么低，该公司的收益仍然和过去一样高。股价在经过几年横盘整理后，终于在1938年跌到最低点36美元。

36美元的股价，表明该公司优先股和普通股的总市值只有1.26亿美元，可是这时候该公司拥有的现金就有0.85亿美元，此外还有1.34亿美元的净资产!

假设有一位理性投资者在股价80美元时买入该股票，等到股价跌到36美元时，他肯定不会无动于衷，而一定会仔细检查该公司的基本面是否出了什么问题。当他得知上述真相后，就一定不会对这种股价下跌有任何恐慌，甚至还会更多地买进。

实践证明，这种考察方法才是正确的。1961年，该股票在1股拆分为10股后股价高达70.5美元，相当于过去的每股705美元。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，对于理性的投资者来说，除非股价下跌1/3以上或者该上市公司地位在下降，否则这种股价下跌就不可怕，甚至还是逢低建仓的好时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价下跌并不一定造成损失

具有良好的股票组合的投资者，应预计到其股票价格会发生波动，但无论其涨跌，他都应避免过分激动。他应该知道，他既可从价格波动中牟取利润，也可忽视它们。他不应该因某一股票上涨了就购入，或者因某一股票下跌了就抛出。如果他记住这样一句格言他就不会犯大的错误："股票剧涨后莫买，股票暴跌后莫卖。"

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，对于物有所值的股票来说，股价的下跌并不一定会给投资者造成什么实际损失；相反，却给投资者以更低的价格买入股票创造了良机，从而有助于摊低持股成本。

他说，真正判断股票价格是否过高过低的最基本方法，就是将股价和上市公司的整体价值进行比较。他举例说，如果通用汽车公司的每股价值是 100 美元，那就表明该公司所有普通股的价值不少于 294 亿美元，因为它的总股本是 2.94 亿股。

正是采用这种方法，当 1936 年大西洋和太平洋茶叶公司股价降到 36 美元时，格雷厄姆计算出这时候的股价已经大大低于其内在价值。因为按照该股价计算，该公司的总股值比它的流动资本还低，显然这是很荒谬的。

他举例说，如果一位投资者以每股 80 美元的价格买入大西洋和太平洋茶叶公司的股票，当股价下跌到最低点 36 美元时，他是不是真的发生了什么损失或者比以前更穷了呢？没有。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他认为，这时候的股票持有者虽然没有对上市公司的重要控制权，但却拥有一项有利条件，那就是随时随地可以卖出自己手中的股票，换成现金，或者换成另一种廉价的股票。这是一方面。

另一方面，这时候的股票持有人就像私营小企业的小股东一样。你看看那些小股东，即使在企业很不景气的情况下，也很少有被迫出售其股份的。格雷厄姆据此认为，真正的投资者是很少关心股价波动的，因为这种股价波动并不一定表明其内在价值真的发生了什么变化。

他说，1931—1933 年美国股市大萧条期间，这样的情形比比皆是。与上市公司的投资者相比，那些非上市公司的投资者心里反而要感到安逸一些——因为他们的股份不能上市流通，所以也就不去那么关心其价格变动；而这样做的结果是什么呢？由于每年都能获取利息收入，他们就会感到自己的投资是成功的。相反，那些上市公司的投资者，看到股价在不断下跌，就会误以为其内在价值也真的在下降，这就不符合实际了。

同样是上面这家大西洋和太平洋茶叶公司，投资者只要坚持在最低点 36 美元时不抛售股票，而是坚定地认为该公司的内在价值或固有价值并没有发生损减，股价将来一定会恢复到与其内在价值相符的地步，那么请看一看吧，在接下来的第二年即 1937 年，它的股票就迅速上升到了每股 117.5 美元，一年间上涨了 2.26 倍！

他说，真正的投资者，手中拥有股票时确实也关注重要的股价波动，否则他就无法判断能不能从股市中获利；但是，他会对不符合自己判断和倾向的价格波动置之不理。

说得更明确一些就是，价格波动对投资者只有一个重要意义：当股价大幅度下跌后，给投资者提供的是购买股票的机会；当股价大幅度上涨后，给投资者提供的是出售股票的机会。在这两者之间的其他时候，投资者应该把注意力放在股利收入和上市公司运作上，不必对股价波动过于敏感。

他用一则小故事来表达他的观点。他说，如果你拥有某家私营小企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业 1000 美元的小股份，这时你有一位非常乐于助人的同伴，每天都对你唠唠叨叨地叙述他对你拥有这 1000 美元股份的看法，你会怎么想？你会根据他的唠叨决定是继续持有还是抛售这些股份吗？

显然，正确的态度是你必须有自己的观点，而不是受人蛊惑。说不定，当他在你面前只唠叨了两三次你就把他赶走了呢！

在这里，格雷厄姆是借这位朋友来形容股价波动，以此告诫投资者。

所以他说，当他看到许多投资者在那里认认真真地预测股市走向，并且投入大量精力选择短时间内股价可能翻几番的股票品种时，他就觉得很好笑。虽然这样的努力看起来似乎合乎逻辑，但这种做法却不是真正投资者所采用的——道理很简单，因为这意味着这些投资者要和那些专业股票交易商和一流金融分析家同台竞争，赢面有多少就可想而知了。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者的眼光应盯着上市公司的内在价值。如果他感到物有所值，就不必过于担心股价下跌；因为这种下跌对他来说并不会造成什么损失。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报表合并不彻底会有隐患

当一家企业控制着一家或多家重要的子公司时，对该公司当年经营的真实业绩的考察就必须借助于一个合并损益账户。仅仅显示母公司自身业绩的数据是不完全的，而且非常可能引起误解。正如前文所指出的，它们要么会因为没有反映子公司的所有当期利润而低估收益，要么可能因为没有扣除子公司的亏损，或由于将子公司的股利以高于子公司当年实际收益的价值计算在内，而高估了收益。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，如果一家上市公司控制着几家子公司，那么投资者就有必要关注母子公司财务年报的合并情况。如果财务年报合并不完全、不彻底，就可能误判投资价值，从而导致投资损失。

他说，财务年报的数据如果仅仅反映母公司的情况是不完全的，只有包括所有子公司数据在内的财务年报，才可能全面反映经营业绩。

例如，美国股市中有一家雷丁公司，1923年前它的铁路和煤炭资产是合并在一起的。可令人奇怪的是，该公司下属的煤炭公司的经营业绩却没有包括在母公司内，从而使得该公司财务年报中的收益被大大低估了。

与此相似，纽约有一家统一煤气公司的财务年报中同样没有包括子公司的经营业绩。可是要知道，该公司控股的子公司中的纽约爱迪生公司，以及另外几家电子公司，其经营业务比煤气公司本身的业务更重要。如果在统一煤气公司的财务年报中居然不包括业务最重要的子公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，那么这样的经营业绩还有多少参考价值呢？

上面两个例子，都是母公司财务年报中没有包括子公司经营利润的情形。相反的例子也有，那就是母公司财务年报中没有包括子公司的经营亏损，导致其经营业绩严重失真。

例如，美国股市中有一家沃伦兄弟公司，主要业务是道路建设。在它 1923 年的财务年报中，就没有包括两家控股子公司的亏损，直到 1925 年该公司股票上市时，投资者才得知这一内幕。

他说，该公司 1923 年财务年报中公布的收益是 72.4 万美元，相当于分配优先股股利之后的普通股每股收益 11.44 美元。而实际上，如果当年该收益中扣除所属子公司的亏损后，不但没有收益，而且还造成了亏损。

当年该公司对所属建筑公司的控股权为 72%，从而应该分摊 75.4 万美元亏损中的 54.3 万美元；同样，当年该公司对所属道路公司的控股权为 100%，从而应该分摊其全部亏损 8 万美元。两者合计，母公司的财务年报中应该包括这 62.3 万美元亏损在内。

如果扣除这部分亏损，该公司的合并利润就只剩下 10.1 万美元了，而它要支付的优先股股利就需 15.1 万美元。这说明了什么呢？这就意味着，留给普通股的收益变成了亏损 5 万美元。

关于这一点，投资者其实也可以从该公司的纳税情况中发现。

1923 年，该公司没有交纳一分钱税，这就足以表明该公司在当年是亏损的（亏损企业没有利润所得，当然也就不用交纳所得税了）。可是 1923 年该公司给股东提供的财务年报中却明明表示有 72.4 万美元收益，这不是闭着眼睛说瞎话吗？

格雷厄姆指出，许多投资者根本就没想到该公司 1923 年隐瞒了这笔巨大亏损，从而导致母公司的经营收益被人为虚增了。

不过他开玩笑说，不知道也有不知道的“好处”，“眼不见为净”。如果投资者当时察觉到了这一猫腻，是很可能会抛出该股票的。如果是这样，也许他很快就会后悔了。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



仅仅是1925年过后，沃伦兄弟公司的股票价格就大幅度上涨。这说明了什么呢？他说，这只能表明，股票分析在投机情形下并不是一种可靠工具，仅此而已。

格雷厄姆说，没有被合并的子公司的收益，是可以增加到它们的收益账户中去的，而这时候这种收益就成了一种调节措施，在母公司经营业绩不好的时候，它就会挺身而出，用以稳定母公司的盈利能力。

例如，1922年伊利铁路公司从所属两家子公司中一共获得1100万美元股利；北太平洋铁路公司也用这种方式从所属3家子公司中获得大量资金，用于补贴1930、1931年差强人意的经营收益。

说穿了，这就是有些母公司故意不将所属子公司的经营业绩合并在母公司财务年报中的原因，目的是为了起到一种蓄水池作用。

从上市公司来看，这种做法显然有它“合理”的一面，却是不“合法”的，因为根据纽约股票交易所的规定不能这样做。交易所的规定是，所有子公司的收益都要如实合并在母公司的财务年报中。

同样的道理，投资者从真实考察上市公司业绩角度出发，也是不允许这种变通措施存在的。所以说，关注上市公司的报表合并是否彻底、正确，是股票投资的必修课之一。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者应当关心上市公司与所属控股公司之间收益的合并问题，防止漏计收益或亏损。要知道，这可是上市公司调节收益的惯用伎俩之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去的历史未必会重演

让我再一次指出，投资成功与否应该用长期的收益或长期市场价格的增长来衡量，而非短时间内赚取的差价。成功的最好证明在于，在普通市场水平上，在连续的平衡点之间，价格的上升。在大多数情况下，这个合理的价格行为将与平均收益、红利和负债表状况很好的改进所伴随。因而在长时间内，一个成功的股权投入的市场实验和普通企业实验趋于非常一致。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，股市投资成功的关键在于取得长期收益，而不是短期差价，投资者决不要相信过去的股市行情会重演的说法。

为什么说过去的行情未必会重演呢？这是因为具体到每一家上市公司来说，每一个决定经营成果、股价变动的因素，都不可能重复过去的轨迹。只要投资者对此进行深入研究，就容易得出这一结论。

他说，美国股市中有一家上市公司叫自由港得克萨斯公司。该公司1933 年 1 月租赁了一个硫黄生产矿区。为了筹集资金买设备，它以每股 100 美元的价格发行了 250 万美元的累积性可转换优先股，股利率 6%。

募集公告表明，该公司根据 1928—1932 年的年销售量测算，硫黄储量的估计寿命在 25 年以上；1928—1932 年间平均收益为 295.25 万美元，相当于每股优先股股利要求的 19.6 倍。

这份募集公告虽然没有明说（当然也不可能明说），可是言外之意



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表明，如果未来硫黄销售价格不变，该公司至少 25 年内的年收益将会和过去差不多。事情果真会如此吗？

仔细研究发现，该公司过去的年收益主要来自两个矿区的生产经营，每个矿区各占大约一半销售额。

其中一个矿区的所有权完全属于该公司，并且是公司利润的主要来源，可是到 1933 年时寿命已经不长了，募集公告中称之为“相当有限”，最多只不过能维持 3 年时间的开采。另一个矿区是租赁来的，总收益中除了要支付每吨 1.06 美元的矿区使用费外，还要把剩余利润中的 70%以上，以租金的形式支付给对方。相比之下，即将租赁来的硫黄生产矿区，需要支付的矿区使用费大约相当于将来净收益的 40%。

了解到这些内情后，投资者容易发现，该公司 1928—1932 年的经营业绩与未来的经营业绩之间根本不存在什么直接联系。

例如，募集公告中所称硫黄储量可达 25 年以上，这不过是进行了产量上的对比；而即使这种对比，并说明不了什么问题。因为几个矿区位于不同地区，提炼生产条件大不相同，利润分配方式更悬殊。

所以说，投资者如果仅仅从募集公告中得出过去的经营业绩将会在未来重演的观点，是根本站不住脚的。虽然投资者纷纷希望这个新项目能够成为该公司的主要利润来源，但实际上这种期望值过高了。

不必说新矿区还处于设施配套阶段，还根本没有开工，面临着许多开发风险，也不必说和自己拥有 100%控股权的老矿区相比，它的生产成本要高得多、收益分成又低得多；单从股票投资分析角度看就不难发现，这些矿区虽然都是开采硫黄的，实际上却是完全不同的企业，根本没什么可比性。

1933 年 6 月，自由港得克萨斯公司的市场价值高达 3230 万美元，其中包括 2.5 万股优先股，每股价格 125 美元；73 万股普通股，每股价格 40 美元。不难看出，该公司的优先股规模相对较小，大约只占 10%（$125 \times 2.5 \div 3230 \approx 10\%$）。所以从证券分析角度看，主要应当考察普通股的价格和合理性问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一步，该公司希望能从租赁来的新矿区中获取主要利润，为此准备投入300万美元固定资产。而该新矿区的出租方是谁呢？原来，是3家大型石油公司。这些石油公司在把新矿区租给自由港得克萨斯公司时，一定会千方百计提高价格的。而现在，自由港得克萨斯公司要想在这家新矿区仅仅投入300万美元，就得到2000万美元以上的市场价值，虽然不是完全没可能，但这样的溢价发行确实有风险。

格雷厄姆认为，经过这样一番分析就知道，投资这样的股票无论如何风险是很大的，主要适合于进攻型投资者购买。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，分析股票时不要被上市公司或股评家所谓股市行情能重演的说法迷惑。重要的是要了解内情，从定性分析角度看这种定量关系是否存在。



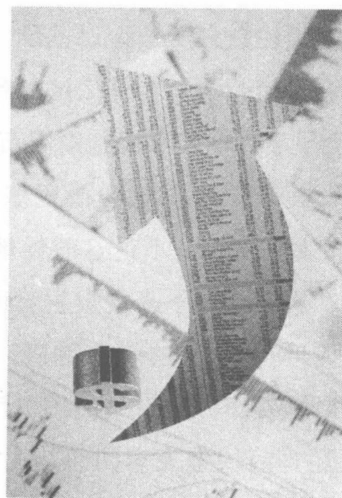
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立思考：

投资一定要正确思考、独立思考

格雷厄姆认为："在华尔街成功有两个条件：第一，正确思考；第二，独立思考。"他说，股市运行有没有规律他不知道，但至今没人能掌握这种规律，他是知道的。投资者要想保证本金安全并实现最大盈利，就不能随波逐流，永远不能停止独立思考。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股市发展是不可预测的

更多出现的情况是：有关因素在未来发生了变化。分析家基于当前的事实和明确的发展方向作出预测，但任何新的发展都有可能使这种预测落空。所以证券分析面临这样一个问题：证券分析究竟能够在多大程度上预测未来的条件变化。在完成对分析过程中涉及的所有因素的讨论之前，我们不妨把这个问题暂放一边。当然，未来的发展大部分是不可预测的，而证券分析的假设前提是：历史纪录最起码可以用来粗略地指出未来的发展方向。对这个前提的怀疑越大，分析的价值也就越低。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，未来的股市发展是不可预测的。究其原因在于，对未来股市发展的预测，必须建立在历史记录基础之上；而如果这种历史记录本身对未来股市发展不能起参考，那么这种预测也就变得非常不可靠。尤其是在遇到各种突发事件时，准确地对股市作出预测更是不可能。

例如，在1929年，虽然格雷厄姆的投资账户上已经损失了20%（当年道·琼斯工业指数下跌15%），不过这时候他对美国股市发展的前景仍然感到很乐观，根本想不到接下来会发生股市崩盘。

1930年初，格雷厄姆到佛罗里达州去看望一位93岁的退休商人。老人兴致勃勃地向格雷厄姆提出许多有关美国股市的独特问题，然后不客气地说，我劝你明天还是赶快坐火车回纽约去吧，卖掉手中的股票，清偿掉债务，做你该做的事情。如果是我换了你，我已经急得晚上睡不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着觉了，亏你还沉得住气！

格雷厄姆离开后，心想这老头一定是老糊涂了，现在的股市已经糟糕到这一步了吗？后来的事实证明，这老人一点也不糊涂，他对格雷厄姆的忠告是非常理智和清醒的。如果格雷厄姆听了他的话，至少还能保持“准百万富翁”的身价。

格雷厄姆回去后，当然没有听老人的话，而是凭着自己在这个行业中的声望奋力拼搏。他想尽办法清偿掉手中的空头支票；在多头投资上，由于股价波动积累的保证金债务已经高达200万美元，到年终一结算，他的账户上损失了50%，而同期道·琼斯工业指数下跌了29%、标准·普尔500指数下跌了25%。

在这种情况下，投资者纷纷撤出股票，格雷厄姆的联合账户虽然继续按季度支付0.25%的红利，但眼看就要维持不下去了。幸亏合伙人杰罗姆·纽曼的岳父，继续在向该账户注入资金。

要知道，这可是唯一一位继续注入资金的人，而且注入金额高达7.5万美元，这才使得联合账户能够继续维持下去。

虽然亏损还在继续，可是亏损额却在慢慢缩小。1931年，联合账户亏损了16%、1932年亏损3%，1929—1932年累计亏损70%，低于道·琼斯工业指数和标准·普尔500指数的亏损幅度。为了节约开支，格雷厄姆和合伙人在这5年里没有领取任何报酬，完全是义务劳动。

格雷厄姆说，类似于这种对股票市场预测的不准确，在股市中比比皆是。

例如，1947年6月，美国股市中就有一家濒临破产的圣·路易斯西南铁路公司。当时美国最高法院宣布该股票“没有生命力和价值”，所以它的优先股和普通股被停止上市，即使柜台以外的交易也是微乎其微。

其实早在1929年前，该公司的经营就非常不稳定。1930—1941年间连续亏损，在支付了不可积累的优先股股利后，每股亏损额高达130美元。

1935年，公司任命了负责破产清算的责任人，其重组计划也于



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1941 年得到州商业委员会认可，并且获得美国地方法院及其上级法院批准。

眼看重组计划就要付诸实施了，该公司的股东们一次次上诉上级法院乃至最高法院要求重新审议，而就在这过程中，由于第二次世界大战的爆发，铁路运输量大大增加，从而大大改善了公司经营业绩。

1941—1947 年公司开始盈利，普通股价格每股超过 200 美元，平均每股年利润超过 34 美元，成为美国股市中的一只明星股。

麻雀变凤凰后，仅仅一个月后的 1947 年 7 月，圣·路易斯西南铁路公司的股价就开始复苏，完全摆脱了财政困境，并且付清了所有债务。投资者不计前嫌，就像什么都没发生过一样，继续疯狂抢购股票。

果然，在随后的一年里，该公司普通股就开始了 37 年来的第一次分红。20 世纪 60 年代初，它的股价比 1951 年上涨了 320 美元，成为纽约证券交易所里股价最高的铁路股。

格雷厄姆说，类似于这样的股票之所以能死里逃生，关键在于它遇到了第二次世界大战促使它运输量剧增的良机。这种机会可遇而不可求，所以无论怎样高明的证券分析师都无法预先作出准确预测。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，未来的股市不会按照投资者设想的轨迹发展。包括他在内，谁都无法准确预测股市走势，因为谁都无法料到下一步会发生什么突发事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请市场先生好好为我服务

你应该把市场行情想象成是一个亲切的市场先生安排的，他是你私人生意中的合作伙伴。市场先生从不失信，他每天出现并确定价格，然后按照这个价格与你进行交易。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆生动地把股票市场的波动，拟人化地说成是一位市场先生安排的。上面这段话，就是他的学生沃伦·巴菲特转述格雷厄姆的忠告。

“市场先生”是格雷厄姆对证券市场所作的非常有名的一个比喻。在他眼里，市场先生是个喜怒无常、浑浑噩噩的人。每天他都要鼓捣出一个不知怎么想出来的交易价格，如果你同意了，他就成交；如果你不同意，他也不泄气，第二天继续鼓捣出一个这样的价格来，日复一日，不知疲倦。

他说，股票投资者在和市场先生两人的生意中，虽然可能存在着某些稳定的经济特征，可是市场先生的性格却是古怪而不可预测的。

如果你把市场先生看做患有无法治疗的精神病患者也无尝不可。

有时候他会很高兴，特别是当有大量资金投入时，他看到有利可图，就会制定出很高的股票交易价格来，以此来保持手中的劳动果实；有时候又会非常悲观，特别是当大量资金撤出时，他会觉得这时候无论做什么处处都不顺，所以就制定很低的价格，害怕你把负担转嫁给他。

所以在股票市场上，你能看到市场先生就像马戏团里跳弹簧床的小丑一样，总是在那里吹嘘着一夜暴富的神话。而一旦某家上市公司的经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



营业绩没有达到他的预期目标时，就会板起脸孔来，价格猛然下跌。

不过，不得不承认市场先生有一种可爱的性格，那就是他并不在乎被别人冷落。如果你今天对他报出的价格行情不感兴趣，他明天会继续报出一个新的价格来；至于你是不是愿意按照这样的价格进行交易，那是你的事，他根本不管。

例如，研究表明，股票价格的年平均波动率在50%左右，股票换手率是非常高的，可是股票所对应的商业价值却要相对稳定得多。

有人通过股票交易量占总流通股数的比例分析发现，1982—1999年间，该比例在纽约证券交易所从42%上升到78%；而在纳斯达克市场上，1990—1999年间，该比例从78%上升到221%。

这说明什么呢？这很好地说明了股价波动速度大幅度增加，股市中的投机行为越来越猖獗，市场先生的毛病也越来越重了。

格雷厄姆说，其实这不一定是坏事。对于投资者来说，要学会根据市场先生的上述性格特征，攻其弱点——当他的躁狂抑郁症发作越厉害时，你就越有机可乘，所以必须有耐心。

不过需要注意的是，市场先生只是你的仆人，而不是你的老师。你可以利用他为自己服务，却不必随意听他的指挥、调遣。如果你认为自己不如市场先生那样聪明，总是被他愚弄，那么你最好远离证券市场。

格雷厄姆幽默地说，这就像玩牌一样，“如果你玩了30分钟却没发现谁最容易上当，那么这个人就是你自己”。

他举例说，市场先生自己是从来不承认患有精神病的，因为他听到的到处是如何“理性”的颂扬。例如，有那么多股评家和调查报告，那么多的书籍和著作，证明他是“有效”的。各种各样的股票书中，总有大量描述β值、价格走势图的篇幅来帮他说话。

可是格雷厄姆诊断说，市场先生的症状一般人是很难确诊的，因为他受到一种名叫“立克次氏体”的恶性微生物侵害，病症有些类似于伤寒病，不省人事又精神错乱。所以无论是谁，要想对股票市场的规律性作出预测，是不可能的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，1987 年美国股市的大崩盘，导致道·琼斯工业指数一天内蒸发掉 22.6%，一个月内下跌 33%。不仅仅涉及道·琼斯工业平均价格指数中的 30 种成分指数，甚至还引发全世界范围内的股市崩盘，纽约证券交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所都难逃厄运，这又怎么解释呢?

如果投资者冒险进入股市，一定要学会与市场先生作斗争。因为你只有战胜市场先生，才可能从证券投资中获利。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆开出的药方是：让市场先生为我所用；认识不到自己的患病征兆和有病不治是愚蠢的，把自己暴露在有传染病的市场先生面前也是愚蠢的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



得到投资建议的主要途径

尽管这“价廉物美”的机会肯定不多见，但是通过仔细而没有偏见地对大量债券和优先股的检验，可能会发现它们的踪迹。大部分具有这种特性的证券常常默默无闻而且交易不甚活跃，因此典型的投资者往往不敢贸然直接购买，因为无论发行这些证券的公司的财务统计指标多么突出，投资者们仍然担心低价格可能暗示着某种不为人所知的隐患。经常的做法是，投资者们购买这些证券以替换手中原有的有问题的证券，因为这种替换很少会带来风险的增加，而且很可能意味着一种改进。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，投资者在选择合适的投资对象时，要注重价廉物美。虽然这种价廉物美的投资对象不一定是热门股，甚至默默无闻，交易量也可能很小，但是买入这样的股票比较安全，晚上令人睡得着觉。至少，可以用它来替换手中原来那些不是非常理想的股票。

那么，既然这样的股票默默无闻，又怎样来发现它们呢？他说，一般来说有以下6种途径。

一是投资者个人。

这一点不用多解释。因为股票投资本来就是一种个人行为，必须由自己做主，根据自己的一套评估方法找到合适的投资对象。

每个人的投资策略都可能不同，但重要的是要有主见。即使参考别人的意见，也必须有批判地吸收，而不是人云亦云、盲目跟从。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是股票交易账户所在证券公司。

格雷厄姆说，投资者除非接受过专门的训练，完全达到专业咨询人员水平，否则仅仅依靠自己的智慧来投资是不够的。在大多数情况下，他需要吸收别人的意见，然后为自己的判断作补充。

从这一点上看，投资者向证券公司咨询股票投资事宜非常普遍，而且很有好处。尤其是对散户投资者来说，就更是如此。因为个人投资者往往非常缺乏股票投资经验，更没有受过这方面的专业训练。

不过应当注意的是，证券公司是不是投资者咨询的合适对象，这一点值得怀疑。虽然他们的判断常常会切中要害，可是人员素质参差不齐，而且往往又会欲言又止，让人如坠五里雾中。

三是投资银行或承销商。

按理说，寻找合适的投资者，并且为这些投资者提供良好建议、卖出合适的股票，是投资银行或承销商的分内工作和职业道德。但多数人认为，向投资银行或承销商咨询股票投资事宜，能否从他们嘴里得到实话依然令人怀疑。

不过他说，投资者如果希望他们给你的建议非常公正，这也是不公平的。因为对他们来说，证券销售并不是一种职业，只是一种商业活动。

这就像买西瓜的人向卖西瓜的人咨询这西瓜怎么样一样，多半的回答是"包熟包甜"，但究竟如何不太好说。

四是股票交易所会员公司。

投资者向这样的机构咨询股票，往往能得到比较深入的剖析，而且很少有偏见。因为归根到底，这些会员公司并不直接向你出售股票，所以能够避免直接的利益冲突。不过关于这种做法，在中国股市中好像不多见。

五是大型信托公司的咨询部。

六是独立的投资顾问或管理服务公司。

投资者向这两类咨询部门了解股票投资信息、行情是需要付费的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这些机构的优势在于，它们在推荐股票时可以完全不偏不倚，至少在理论上是这样。它们和所推荐的股票之间没有利益纠纷，也不对咨询者收取交易费用。但这种咨询的特点是要付费，而且费用可能还不低。

格雷厄姆介绍说，在美国股市中，这两类机构收取的咨询费用通常要占投资年金的0.5%，相当于投资获利部分的1/10，是一个不小的数字。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，投资者如果没有受过专业训练，那么这时候向专家咨询就是必要的；但同时他又认为，这些专家的咨询意见究竟能否产生作用很值得怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚入股市时需要贵人相助

“新时代”主义——即无论价格有多高，绩优股（蓝筹股）都可以作为稳健的投资工具的说法——只不过是那些以投资为名，狂热地进行金融赌博的行为的托词。之所以出现这种心理现象，我们认为一个重要原因是人们对于一些抽象的影响价值的因素，比如商誉、管理、预计盈利能力等不甚了解。

——本杰明·格雷厄姆 

格雷厄姆认为，“新时代”主义下的投资者，容易把这些抽象的影响上市公司内在价值的因素，以预计代替现实。

所以他认为，对于刚刚进入股市的投资者来说，有必要掌握一些投资公司的基本知识，这样会有助于降低投资风险。而他本人，也很乐意在这方面助人一臂之力。许多投资者都是在他的帮助下走向成功的。

1926年，纽约军事学院学生罗伯特·海尔布鲁恩回家后，父亲告诉他说，他刚刚见到一位年轻的股票经纪人格雷厄姆，格雷厄姆从事的是父亲从来没有接触过的证券投资项目。父亲对他说，格雷厄姆总有一天会成为百万富翁的。

海尔布鲁恩从预备学校毕业后进入宾夕法尼亚大学沃顿商学院学习，不久父亲就去世了，他不得不中断学习，接管父亲留下的皮革生意。

可是没想到，他的皮革生意不但不顺利，而且这时候正好遭遇股市崩盘，使他损失惨重。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他拼命开动脑筋，想尽办法解救自己继承的那一点点遗产，这时猛然想起父亲曾经对他提到过的格雷厄姆这个人。于是他翻开电话簿，拨通了格雷厄姆的电话。

格雷厄姆这时候显然还清楚地记得与海尔布鲁恩父亲见面的事，可是接电话的态度并不怎么热情。海尔布鲁恩怀疑他是害怕自己向他借钱，所以就直接找到格雷厄姆的办公室，请求帮忙。

格雷厄姆答应了他的要求，但“朋友归朋友，生意归生意”，需要收取每月 25 美元的咨询费用。

格雷厄姆首先向他建议，卖掉手中的债券。海尔布鲁恩不明白地问为什么，这些债券可都是安全的呀！格雷厄姆说，没错，这些债券确实是安全的，但你无法从它们身上赚到钱。

果然，没过多久，股市开始逐渐回暖，海尔布鲁恩开始从证券投资中尝到甜头。经过仔细盘算，他干脆放弃了皮革生意，成为一名专职投资商。

后来，他不但管理自己的投资，而且还管理格雷厄姆的账户，20世纪 50 年代末又成为当今全球首富沃伦·巴菲特的客户。

就这样，海尔布鲁恩和格雷厄姆成了好朋友。格雷厄姆在哥伦比亚大学讲课时，他经常去听课。1934 年他举行婚礼时，还特邀格雷厄姆参加。

格雷厄姆经常交给海尔布鲁恩一些独立的研究工作，例如，派他去全国各地采访管理人员、去分析生产专利电话的格雷自动收费电话公司的经营状况，等等。

经过股市大萧条，许多上市公司破产了，更有大量公司需要实地调查。在这个过程中，海尔布鲁恩发现许多上市公司的股票简直不要钱就可以捡到，例如铁路债券当时的价格只有 0.05 美元和 0.10 美元。

与此同时，为了保护各层次股东利益，又出现了各种各样的委员会。随着时间推移，其中有些股票又变得越来越值钱了，以至于有些证券后来是以原价收回的，并且还得到了利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个较好的投资机会是，纽约房地产业当时的抵押贷款凭证价格只有 0.25 美元，格雷厄姆的合伙公司正是利用这一点，在通过银行贷款、不占用任何资金的情况下进行投资，狠赚了一大笔。

海尔布鲁恩后来回忆说，他刚出道时生意就不景气，格雷厄姆是他当时遇到的第一个头脑清醒的人，他的聪明才智和沉稳给了他信心，他终生感激格雷厄姆。

事实上，在以后的几十年中，海尔布鲁恩对格雷厄姆的信心从来就没有动摇过。直到海尔布鲁恩 80 岁生日时，还以自己的名义在哥伦比亚商学院设立一项教授奖励基金，将 150 万美元全部用于倡导格雷厄姆和多德的投资教学方式。1993 年他 85 岁生日时，又向其中注入 100 万美元资金。

他深有感触地说：格雷厄姆“的的确确为我的生活增添了许多内容。我非常感谢父亲向我提到本杰明·格雷厄姆。我不知道如果没有他，自己现在会是个什么样子。”

类似于海尔布鲁恩这样，从格雷厄姆身上得到终身教育的人太多太多，沃伦·巴菲特就是其中一位，这里就不展开叙述了。

格雷厄姆投资智慧结晶

牛顿说：“如果说我比别人看得更远些，那是因为我站在了巨人的肩上。”格雷厄姆特别欣赏牛顿，所以把第一个儿子也命名为牛顿。他自己也是这样一位巨人。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投机性资本结构有机可乘

必须在大势或市场条件处于正常状态，即不是明显的高涨或萧条的背景下，才可以考虑购买投机性融资企业的普通股。如果进行了分散化，并且在选择具有良好前景的公司时判断比较得当，理应看到购买这种股票的投机者在长期投资中获得相当大的利润。在进行这种购买时，对那些大部分的高级资本是以优先股而不是债券的形式存在的公司，显然应该偏爱有加。这种安排消除或减少了由于不景气时期的违约所导致低级股权血本无归的危险，使相对份额较小的普通股的股东得以保持他的地位，以待繁荣的回转。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，虽然股票投机有风险，可是如果适可而止地进行投机，仍然会取得相当大的投机获利。

一方面，这是股票投机的基础，如果不能获得相当的投机利润，也就不会有那么多人参与股票投机了；另一方面，为了控制投机风险，一定要在股市处于正常状态时购买那些投机股，这会使得投机风险相对较小。

格雷厄姆说，上市公司总资本在高级证券和普通股之间的划分，对每股收益额的变化有着重要影响。对于同一家上市公司来说，资本结构如何安排是由企业自己决定的。这就意味着，通过改变高级证券和普通股的相对比例，公司可以随心所欲地提高或降低企业公平价值。

他认为，如果上市公司除了发行普通股以外，还发行债券，这种融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资结构就是一种投机性资本结构。投资者（投机者）好好把握这种机会，就能够获得更多投资回报。

例如，某家上市公司的年收益为 100 万美元，如果它发行了 10 万股普通股，每股收益 5 美元，市盈率 10 倍，即股价为 50 美元；同时又发行了 1000 万元未清偿债券，利率为 5%，那么这时候它的公司总价值就变成了 50×10 万＋1000 万＝1500 万美元。

假如该公司第二年的收益增长了 25%，从 100 万美元增加到 125 万美元，这就意味着它的普通股每股收益从 5 美元提高到了 7.5 美元，提高了 50%。从理论上说，它的股价有可能提高 50%。

这表明，在股市发展比较景气的背景下，这种投机性融资结构会加速股价的抬高；反之亦然，当股市发展不景气时，会加速股价下跌。

这种道理好像显而易见，可是格雷厄姆提醒投资者（投机者）注意，正可以利用这一点顺水推舟，获取投机利润。因为，当股市不景气时，以较低价格买到的股票将来的上涨空间是很大的。

他说，美国供水和电气公司普通股就是这方面的典型案例。

由于该公司高投机性资本结构的影响作用，投资者如果在 1921 年以当年的最高价每股 6.5 美元买入该公司普通股，只要一直不卖，每年参加分配股利，那么他在 1929 年时，当股票价格达到当年最高点 199 美元时，就已经拥有 12.5 股股票。

这就是说，他当年的 6.5 美元投入，已经增值到了 199×12.5＝2487.5 美元，股价在 8 年间上涨了 380 多倍！

这样的股票投机获利是骇人听闻的。究其原因是以下三大因素造成的，按影响程度从大到小排列分别如下。

一是该公司每股收益的估价大大高于一般水平。

1921 年，该公司资本结构中表现出头重脚轻形态：债券售价很低，公司没有对第二优先股发放股利，从而导致普通股的每股收益不被投资者所看重。可是到了 1929 年，投资者对公共事业类股票普遍抱有很大热情，所以它的股价也达到最高收益纪录时的 50 倍。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二是投机性资本结构有利于普通股从公司财产和收益的膨胀中获取大额回报。

这是很重要的一个特点。进一步研究发现，该公司总收益虽然从1921 年的 2057.4 万美元提高到 1929 年的 5411.9 万美元，只提高了163%，可由于几乎所有追加资金都是通过高级证券的销售筹集到的，所以导致原有普通股每股收益余额在同一时期增长了 14 倍。

三是利润率得到了提高。

研究表明，该公司 1921 年的利润率为 669.2 ÷ 2057.4 =32.5%，1929 年提高到了 2277.6 ÷ 8411.9=42.1%，可以说有了大幅度提高。要知道，在投机性资本结构下，利润率的提高对普通股是非常有利的。

综上所述，格雷厄姆说，当股市发展比较稳定时，投资者购买投机性融资企业的普通股，等待股市上涨，能够获得更多利益回报。相反，如果购买优先股，则是非常不利的。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，既发行普通股又发行债券的上市公司的投机性融资结构，能给投资者（投机者）创造可乘之机。好好把握这种机会，很可能会获利颇丰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冷门股中的投资机会更多

一项对普通股市场表现的深入研究，得出了下列一般性的结论：1.标准证券或主要证券对其报告利润几乎总是迅速作出反应——以至于夸大了年收益变化在股票市场上的影响。2.知名度较低的证券的表现主要取决于市场专业人士的态度。如果对其缺乏兴趣，价格将远远滞后于其统计表现。如果该证券受到关注（这种关注或者是人为操纵，或者是自然出现的），则结果可能完全相反，公司业绩的变化将最大限度地反映在其股票价格上。

——本杰明·格雷厄姆



格雷厄姆认为，热门股自然有它热门的道理，因为它对年收益变化的反应总是那么夸张，以至于不热门都不行。而对于冷门股，它的股价表现总是落后于市场反应，这种落后主要是缺乏市场人士关注的结果，一旦有人关注，它的股价会最大限度地反映其每股收益变化。

毫无疑问，投资者如果投资冷门股，获利机会会更多。

格雷厄姆说，如果投资者回过头来看普通股，就会发现股市中主要证券的价值高估或低估现象，仅仅发生在股市周期的某个时点。对于大量的冷门股来说，任何时候都会出现价值高估或低估情形。一旦股市中出现龙头股价格低廉时，那些原来就很冷门的股票价格更是低得可怜，只是许多投资者没有把目光聚焦在它们身上罢了。

最典型的事例是，1932—1933 年间，美国股市中的普里茅斯绳索公司、佩珀雷尔制造公司、美国洗衣机公司等股票，它们的股价无论和



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



历史记录还是当期业绩比，都低得难以令人相信。

这时候摆在投资者面前的问题是：究竟是买入股票价格已经下跌到只有原来 25%的冷门股，还是股票价格下跌到只有原来 50%的像通用电气公司这样的热门股？看起来这完全是一种个人偏好，但实际上，这其中大有讲究。不同的选择结果，会导致将来获利回报的巨大不同，甚至导致盈亏迥异的严重后果。

那么，投资者在这里究竟如何选择呢？格雷厄姆说，如果你实在吃不准，又无法判断某只股票的股价已经跌到原来的多少百分比，那么最可靠的办法，还是关注内在价值与股价相比非常明显的品种，而不管这些股票究竟是热门股还是冷门股。

他举例说，美国股市上有一家名叫马林斯团体的上市公司，后来改名为马林斯制造公司，它历年的股价变动和业绩变动范围如下。

年份	每股收益（美元）	股利	股价波动范围（美元）
1924	1.91	无	9~18
1925	2.47	无	13~22
1926	1.97	无	8~20
1927	5.13	无	10~79
1928	6.53	无	69~95
1929	2.67	无	10~82

从中容易看出，如果从投机角度出发，该公司在 1927 年初每股 10 美元的价格就非常令人心动。

虽然当时它的每股收益陡然提高了 1.6 倍，可是其股价还差不多处在上一年的最低水平，这时候无论投资还是投机，都堪称“双保险”。尤其是从前 3 年的每股收益看，10 美元的股票绝对是低水平。

1927—1928 年，该公司的每股收益有了明显增长（还谈不上巨幅增长），与此相适应的是，该股票有了一波代表性市场行情，股价从 1927 年初的每股 10 美元上升到 1928 年的每股 95 美元！当然，一年后的 1929 年它又跌回了 10 美元，这是后话。

格雷厄姆说，华尔街上的证券分析师完全有能力在 1927 年初就察

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉到这种投资机会，不过应当注意的是，如果这样的股票落入市场操作者之手，这些分析师就无能为力了。因为这时候的该股票，已经不再代表具体的某一家上市公司，而是成为股市行情晴雨表了。

这时候，无论是买进该股票还是卖出该股票，都会冒风险。证券分析师虽然可以警告投资者警惕这种风险，可是对其风险究竟有多大也是不得而知。因为他们根本不知道，该股票的股价波动范围有多大。显而易见的是，他们中又有谁能预料得到该股票价格 1929 年能跌回 10 美元呢?

他说，证券分析师们有一个通病，那就是在股市大盘高得可怕时，通常在推荐冷门股时也非常谨慎，虽然这样的股票价格相对较低。

因为他们知道，如果大盘一旦深幅下挫，所有股票都会跟着下跌的，股性不活跃的股票在这其中尤其脆弱。

所以说，无论股市上涨还是下跌，无论投资热门股还是冷门股，也无论是抱着投资心态还是投机心态，都必须要有自己的主见。

格雷厄姆投资智慧结晶

格雷厄姆认为，在股市大盘下跌时，冷门股中相比而言会有更多投资机会；在这些冷门股中，尤其要注重其内在价值大大高于股价的品种，投资投机两相宜。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



参考书目

1. ［美］本杰明·格雷厄姆、戴维·多德著.邱巍等译.吴有昌校.证券分析.海口：海南出版社，2008
2. ［美］本杰明·格雷厄姆著.王大勇、包文彬译.格雷厄姆投资指南（又名：聪明的投资者）.南京：江苏人民出版社，2001
3. ［美］珍妮特·洛尔著.吴全昊、蔡挺译.本杰明·格雷厄姆论价值投资（最新修订版）.海口：海南出版社，2007
4. ［美］本杰明·格雷厄姆著.杨宇光等译.格雷厄姆：华尔街教父回忆录.上海：上海远东出版社，2008

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街教父

格雷厄姆投资智慧全集

格雷厄姆关于选择股票的10大标准

1.收益－价格比是3A级债券的2倍。如果3A级债券的收益率为8%，则满足条件的股票收益率为16%。

2.本益比不低于最近5年最高平均本益比的4/10。计算方法是：平均本益比＝给定年份的平均股价/当年收益。

3.股利率不低于3A级债券收益率的2/3。不分配股利或无利润的股票不予考虑。

4.股价应低于每股有形资产账面净值的2/3。计算方法是：全部资产价值扣除商业信誉、专利权等无形资产后减去全部债务，再除以股份总数。

5.股价不高于流动资产净值或速动清算净值的2/3。计算方法是：速动清算净值＝流动资产－总负债。

6.总负债低于有形资产账面价值。

7.流动比率不小于2。计算方法是：流动比率＝流动资产/流动负债。

8.总负债不高于速动清算净值。

9.最近10年利润翻了一番。

10.最近10年中，利润下降超过5%的年份不超过2年。

ISBN 978-7-80251-095-1



定价：32.80元